全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特密码

巴菲特式简单投资的秘密

バフェット・コード

【日】荒井拓也◎著 陈涤◎译

寻找你自己的“巴菲特数列”！

45年间财富增长了575倍！

以“99胜1负”的投资战绩续写着人生的传奇！

终极投资的“王道”！



化学工业出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

BUFFETT

巴菲特密码

CODE

巴菲特式简单投资的秘密


化学工业出版社
·北京·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

巴菲特密码 /［日］荒井拓也著；陈涤译．—北京：化学工业出版社，2011.7
（巴菲特式简单投资的秘密）
ISBN 978-7-122-11627-7

Ⅰ．巴… Ⅱ．①荒… ②陈… Ⅲ．巴菲特，W.- 投资 - 经验 Ⅳ．F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 122887 号

BUFFETT CODE by Arai Takuya
ISBN 978-4-532-35360-5
Copyright©2009 by Arai Takuya. All rights reserved.
Authorized translation from the Japanese language edition published by NIKKEI PUBLISHING INC.,Japan.
本书中文简体字版由NIKKEI PUBLISHING INC.,Japan授权化学工业出版社独家出版发行。
未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分，违者必究。
北京市版权局著作权合同登记号：01-2011-3704

责任编辑：李岩松　王　津　　　　装帧设计：单纯视觉
责任校对：王素芹

出版发行：化学工业出版社（北京市东城区青年湖南街 13 号　邮政编码 100011）
印　　刷：北京永鑫印刷有限责任公司
装　　订：三河市万龙印装有限公司
880mm×1230mm　1/32　印张 7¼　字数 210 千字
2011 年 9 月北京第 1 版第 1 次印刷

购书咨询：010-64518888（传真：010-64519686）
售后服务：010-64518899
网　　址：http://www.cip.com.cn
凡购买本书，如有缺损质量问题，本社销售中心负责调换。

定　　价：29.80 元　　　**版权所有　违者必究**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序　言

世上最有价值的股票推荐报告

◆45 年获利 575 倍的投资

巴菲特大学毕业后，曾在父亲经营的证券公司短暂工作过一段时间。在这期间，他在纽约一家刊物以《我最喜欢的股票》为题，发表了关于政府雇员保险公司（The Government Employees Insurance Company，以下简称 GEICO）的文章。当时是 1951 年 12 月 6 日，人们想不到其作者竟是一位 21 岁的年轻人。在这篇文章中，已经能够看出巴菲特投资的本质和精髓了。

首先，他超越了汽车保险业股票因某些特殊事件而出现的所谓“多头行情”，认为“从一般的盈利能力和资产构成看，这只股票很便宜”，“可以把汽车保险视为必需品”。并且，它和客户的契约根据情况每年更新一次，也就是说，事故多发的人第二年的保险费将上涨，保险公司决不会亏损。这个行业本身就很强势，没有库存（保险费先行支付），不存在资金回收的问题，如果没有劳资纠纷的话，也不存在原材料的问题。从各个方面看，也不存在产品过时的问题，也没有设备折旧方面的问题。

GEICO 是以美国联邦政府及各州政府的官员、军人、退役军人、军工行业的从业人员，以及大学教师等相对稳定阶层的人士为业务对象，并且它和普通的保险公司还不一样，没有代理商，也不开设支店，没有所谓的经纪人，客户最高能得到比其他保险公司 30% 的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格优惠。这也是 GEICO 的优势。

“这两三年，该公司的销售额仅仅以近似于通货膨胀率的速度上升，因而称不上是成长企业。但是，如果注意到该公司从 20 世纪 30 年代开始到 50 年代保费金额和客户数量的增长，就可以说 GEICO 是非常优秀的成长企业了。” 见下表。

GEICO 的保费金额和客户数量

年份	保险金额（美元）	客户数量（名）
1936	103,696	3,754
1940	768,057	25,514
1945	1,638,562	51,697
1950	8,016,975	143,944

可是，巴菲特在指出“现在的投资者无法从公司过去的成长中获利”之后，接着说，“有理由相信，GEICO 今后能取得更高的增长”。也就是说，“该公司直到 1950 年，仅能在美国 50 个州中的 15 个州里销售保险商品，可是从今年（1951 年）开始，它可以向全国销售了。例如，今年年初，纽约州的客户数量虽然还不足 3000 人，可相比于汽车保险费 50 美元的 25% 优惠，125 美元的 25% 优惠无疑具有更大的吸引力（人口密度高的纽约保险费当然高）。” 所以巴菲特表示，该公司在纽约等其他州的业务将显著增长。

并且，巴菲特指出“GEICO 也不存在代理人因业绩压力而勉强推销保险商品而造成的风险”，这段话可以理解为 GEICO 不会冒着风险去扩张，可以说该公司是在“维持业务（sustainable business）”。

巴菲特指出的这一点非常重要。那些不肯“维持业务”的公司都无一例外地毁于泡沫，只有有条不紊地树立商业模式去维持成长的企业，才是能够长期陪伴投资者的公司。

“或许，” 巴菲特接着写道，“GEICO 最吸引人的地方还是在利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率方面的优势。”1949 年，其他 135 家公司保险费对保险金额的比率为 6.7%，而 GEICO 则为 27.5%；1950 年行业平均数据下降到了 3.0%，而 GEICO 却能维持在 18.0%，所以说它的盈利能力超出了整个行业平均值好几倍。

巴菲特还说，“EPS（每股收益）[1] 1949 年是 4.71 美元，1950 年是 3.92 美元，1951 年将比 1950 年更加恶化。”因为巴菲特的文章写于 1951 年 12 月，这一年的业绩已经体现到股价中了，所以 1951 年的业绩没有出现剧烈变化，但是“今年（1951 年）夏天保险费的上涨将反映在 1952 年的业绩里”。在这里，“长期投资家”巴菲特注意到了这个短线的好品种。

通过 1950 年毫不起眼的 EPS，计算得出 8 倍的 PER[2]（市盈率），用它评价现在的股价，对比 GEICO 难以置信的成长潜力，股票简直就像白给的一样。

这是巴菲特文章的结论。利用 1950 年的 EPS 来计算 PER 是 8 倍，所以算出当时的股价是 31.36 美元。如果有投资者像巴菲特说的那样认可 31 美元的股价是“白给的一样”的价格，到后来巴菲特买下所有股票的 1996 年，资产可以增值数百倍。再详细推敲一下。

1951 年的时候，因为 GEICO 股票总发行数是 25 万股，利用上述推测股价 31.36 美元来计算市值大约为将近 800 万美元。而到 1995 年，巴菲特已经掌握了 GEICO 一半的股份，剩下的另一半经协商用 23 亿美元买下，这样 GEICO 的市值总额就达到了 46 亿美元，是 800 万美元的 575 倍。

---

[1] 每股收益（Earning Per Share，简称 EPS） 又称每股税后利润、每股盈余。指税后利润与股本总数的比率。它是测定股票投资价值的重要指标之一。

[2] 市盈率（Price-Earnings Ratio，简称 P/E、PER） 又称本益比、股价收益比率。一家公司某一时点股价相对于年度每股获利的比值，通常以倍数（multiple）显示，一般认为合理本益比为利率的倒数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也就是说，在1951年的圣诞节前后阅读了巴菲特的文章，如果认为他说得有理，接受他31.36美元是“白给的价格”的观点，买进股票，44年后就能取得575倍的业绩。如果投资1万美元，就能得到575万美元，如果投资100万日元，就能得到5.75亿日元。即使考虑通货膨胀的因素，也无疑是聚集了极为惊人的资产。我们说巴菲特1951年的文章是“世上最有价值的股票推荐报告”，一点也不夸张。

◆债务危机时买入

巴菲特在1956年和人合伙，成立了一家投资公司，到1969年因“已经没有可买的了”而解散，通过这家合伙公司从事投资活动。其间最有名的投资就是对美国运通的投资，该公司因旅行支票和信用卡而闻名。

美国运通在1963年陷入了“迪·安杰利色拉油丑闻案”[1]，可能要蒙受5800万美元的损失。这样算来美国运通就成了负资产，股价从65美元暴跌到了35美元。

这时巴菲特果断买入。并且不是蜻蜓点水，而是投资了合伙公司总资产的40%，共1300万美元。结果巴菲特成了拥有运通5%股份的大股东。据巴菲特的合伙人芒格·查理后来讲述，如果没有对个人投资者总发行股数量5%的最大投资限制，巴菲特还会买得更多。

为什么巴菲特能够拥有如此的自信？首先，巴菲特认识到了运通公司是商业特许权的发明者，其信用卡和旅行支票业务深受好评，这家公司如同一座坚不可摧的城池，积蓄着足以超越困境的力量。尤其

---

[1] 1963年，迪·安杰利收买运通公司职员，用水伪装成色拉油，签发了证明大批色拉油库存的收据，欺骗投资人，融资1亿5千万美元。但实际上这批色拉油并不存在。丑闻爆发后，美国运通公司面临巨额索赔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是巴菲特对保险业有偏好，充分理解客户先期支付资金的威力（在实际使用旅行支票前，客户要先向运通公司支付现金），称这笔资金为“顺水漂来的钱”，认为运通不会因资金不足而倒闭。

尽管如此，为了确认该公司的本业没有受到丑闻打击，巴菲特专门到奥马哈的牛排餐馆去，站在收款台边，亲自观察了餐厅毫不迟疑地接受运通公司的信用卡，顾客也像往常一样使用它。这成了巴菲特有名的轶闻。

巴菲特后来将美国运通的股票持有了 2～4 年，然后卖出了，赚了 2000 万美元。1969 年，运通的股价从 5 年前的 35 美元上涨到了 189 美元，如果巴菲特一直持有的话，赚的钱还能翻上一番。巴菲特在这只股票上或许有点虎头蛇尾，不过也没有听说他后悔得痛心疾首。不管怎么说，赚 2000 万美元已经足够了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言

大部分投资者或对投资感兴趣的人，以及工商业界人士，应该听说过沃伦·巴菲特（Warren Edward Buffett）的名字。大萧条（The Great Depression）时期的1930年8月30日，他出生在美国内布拉斯加的奥马哈。6岁时他就开始阅读投资方面的书籍，10岁左右开始以周围的成年人为对象开展商业活动，13岁时开始纳税，可谓“商界神童”。他在哥伦比亚大学师从本杰明·格雷厄姆时就已经拥有了丰厚的资产，毕业后更是依靠投资成为世界上首屈一指的资本家，人们称他为“奥马哈的巨人”。

作为投资家，他不但取得了惊人的业绩，而且在人格上也没有那些富人所特有的傲慢作风，而是以谦虚的态度受到大众的爱戴。由他担任董事长的伯克希尔·哈撒韦公司每年举行的股东大会都有好几万人参加，已经近乎于一种盛典，堪称“资本主义的伍德斯托克”❶（当然，参加集会的人恰好和嬉皮士们处于两个极端）。

巴菲特喜欢喋喋不休地演说，不过他的每一句话都能引起投资界和金融界的注意，很多人对他的话加以解释，更多的人模仿他的投资方法。关于他投资手法的书也是汗牛充栋，然而在我看来，那些书籍基本上都对他“存在误解”，或者“遗漏了巴菲特本质的观点”。

因为巴菲特对自己的投资品种守口如瓶，“巴菲特现在买了什么”就成为华尔街和大众传媒反复探讨的话题。追踪巴菲特动向的证券分析人士往往说什么“是蒂芙尼吧？蒂芙尼是个优秀品牌，他总是

---

❶ 1969年8月，在纽约举行了伍德斯托克摇滚音乐节，有40万人参加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注重品牌”，可是巴菲特并没有对所有的品牌企业都投资。如果他都投资的话，那么宝格丽或者卡地亚早就是伯克希尔旗下的公司了。

不错，巴菲特可能很喜欢蒂芙尼公司，或许他正悄悄地买入，但即便如此，他买入的理由也绝不仅仅是因为“它是品牌企业”。品牌只是他买入要考虑的理由之一，更准确地说，品牌只不过是他买进理由的一个构成要素而已。

2008 年 12 月 22 日的《今日美国》（USA Today）发表了《滚雪球》[1] 工商界读者的述评，其中有些感想，如“现在我知道了，应该注意那些有着优秀经营团队的品牌企业，在‘安全范围’内低价买进，然后坐等它升值就可以了”，或者“我以前都错了，总是趁坏消息流传大家都退缩时买进股票”，这些观点决不能说是错误的，但是仍旧没有捕捉到巴菲特投资的本质。

再向前说，1999 年到 2000 年正是高科技股盛行的时期，当时投资界忽然出现了一种声音，“巴菲特先生，你不懂高科技的话可以问问我，我会教给你的”。尽管此时巴菲特对高科技股丝毫不感兴趣，但投资者们认为，“巴菲特只投资自己‘懂’的企业，他‘不懂’高科技，所以没有投资”。这种看法完全误读了巴菲特的本意；还有的人认为，“巴菲特是个上了岁数的‘低科技’的家伙，既不懂也学不会高科技，所以没有投资”，“巴菲特已经完了”。但是结果怎样呢？欠缺理解能力的并不是巴菲特，而正是这些没有理解巴菲特的本意的投资者们。

那么，巴菲特投资的本质，其精髓究竟是什么呢？为什么模仿巴菲特的人却没有取得成功呢？为什么别人做不了“巴菲特”呢？巴菲特有什么独到之处呢？巴菲特的成功法则是什么呢？

---

[1] 《滚雪球》是唯一一本巴菲特本人授权的“官方”传记。作者艾丽斯·施罗德曾任摩根士丹利的董事总经理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我编写本书的目的就是要回答这些问题。如果读者能够准确无误地理解我所撰写的内容，就可以了解巴菲特的本质。

如果投资者正确理解本书所介绍的“巴菲特式的简单投资法”，根据自己的思考去体会究竟什么才是投资，那么今后不论处于怎样的投资环境都不会感到恐惧和不安，都能够享受到不只是股票投资，也包括其他任何投资的快乐。

本书由三部分构成。

第 1 部是“巴菲特王道”，按年代顺序观察他的投资行为。这里并没有采用事后得知的信息，而是对巴菲特投资时可能得到的信息加以分析，关注他作出投资决定的根据。从某种意义上讲，投资所考虑的不是“过去”而是“将来”，甚至是正在逼近的“现在”。在第 1 部里，我们探寻“当时巴菲特看到了什么”，从他过去投资的“历史”中重拾“现在”。这样就可以从巴菲特的“经验”和“冒险”中找出指导一般投资者今后行动的投资法则。

第 2 部是“巴菲特守则”，以第 1 部的分析为基础，对其中的法则加以详细说明，侧重于难以理解的地方，并且和其他观点进行比较。第 2 部的论述可以使读者理解巴菲特式简单投资的精髓。

第 3 部是“巴菲特密码”，论述巴菲特投资唯一的也是最重要的公式，揭示巴菲特式简单投资的本质中的本质，精髓中的精髓。

此外本书还有附录，作出了通往成功的投资路线图，请读者阅读参考。实际投资时看一看这个路线图，应该可以避免犯下一些严重错误。

当然，巴菲特的投资取得了巨大成功，可是他也经历了很多次失败。所有这些都成了巴菲特的宝贵经验，观察他的行为就能找到蕴藏在他经验和言语之中的必不可少的投资知识，这样就不用在其他投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手法上耽误时间了。因为无论何时何地，只有“巴菲特密码”才是投资者们的“王道”。

荒井拓也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

序 世上最有价值的股票推荐报告

◆45 年获利 575 倍的投资

◆债务危机时买入

前言

第1部 巴菲特王道 1

第 1 章 1977 年 获利 100 倍的华盛顿邮报 3

积极投资大众传媒的理由

“意外安全的” 100 倍获利

一生不变的“四个投资标准”

第 2 章 1978 年 安可保险（SAFECO）的价值投资 8

“第一代”的巴菲特投资

第 3 章 1979 年 预想“表现不佳” 11

尽管不佳也不调整战略

第 4 章 1980 年 “真正”规避困境反转型公司 14

经营者的素质在于“资本配置”

众多的“困境反转型”公司并没有反转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章 1981～1986 年 **争取永远持有** 18

上涨行情是调整品种的绝佳时机

第 6 章 1985 年 **伯克希尔·哈撒韦的停业** 23

管窥温情的心

与格雷厄姆式投资彻底决裂

第 7 章 1987 年 **长期持有和永远持有的区别** 28

永远持有是永远的“朋友”

第 8 章 1988 年 **优秀企业投资法的确立——对可口可乐的投资** 30

“50 年来头脑和眼睛相联系”的敏锐反应

看到了完全的成长潜力

第 9 章 1989 年 **最初 25 年来的错误（精华版）** 35

用 25 年时间去发现“优秀企业”

“烟蒂投资”的经验

专挑一尺高的栏杆

第 10 章 1990 年 **富国银行** 39

不要孤注一掷

最早感知经济恢复的倾向

不要理会周围的意见，实施稳健的投资

第 11 章 1991 年 **明星企业投资与凯恩斯的集中投资** 46

明星企业在哪里？

“用分散投资来限制风险”是错误的考虑（凯恩斯）

第 12 章 1992 年 **冗长的“价值投资”** 49

成长是构成价值的一个要素

成长对投资者有害的两个案例

第 13 章 1993 年 **套利的错误** 53

为什么要卖掉“宝珠”？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的经营原则同样适用于股票投资

第 14 章 1994 年 “很难因投资而亏损” 57

投资与难易度无关（简单最重要）

追加投资优先于打新股

美国运通的投资轨迹

第 15 章 1995 年 回味“卖早了”的愚蠢 64

GEICO 的完全子公司化

“卖早了”造成 430 倍的失败

第 16 章 1996 年 成功投资的秘诀 = 在打鼾时赚钱 67

“专业投资者”所不具备的卓越

收益真的是“眼睛能够看见”那样增加了吗？

第 17 章 1997 年 对市场整体的看法 70

观察利率和 ROE

第 18 章 1998 年 后悔卖了麦当劳 74

没有后悔药

第 19 章 1999 年 不买高科技股的原因 77

不参与无法判断的领域

“称心的企业，称心的价格”

第 20 章 2000 年 伊索寓言和“IBT 现象” 81

投资者的“三个问题”

第 21 章 2001 年 投资组合管理的基本步骤 84

经常观察企业的方向和价值

伯克希尔和纳斯达克的“奇妙的一致”

第 22 章 2002 年 百战百胜的股票投资 87

有时应该“无为”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利 100 美元亏损 1 美元

第 23 章　2003 年　**最新颖的海外投资——中国石油**　90

因为“有英语资料”

内在价值达时价的 3 倍以上

第 24 章　2004 年　**“四大天王”的评价**　94

从长期品种的价格比较成果

可口可乐错过卖出？

第 25 章　2005 年　**得益于英博的百威投资**　98

关注高得离谱的 ROE？

因为萧条卖给了英博

第 26 章　2006 年　**神秘主义者巴菲特的“小秘密”**　102

媒体中的传闻首先是错误的

第 27 章　2007 年　**持有的条件**　105

关于中国石油的目标额的设定

通过两次测试的“活力股”

第 28 章　2008 年　**巴菲特语录**　109

第2部 | 巴菲特守则　113

第 29 章　**坚固的城池有着宽阔的护城河**　115

成就伟大企业的条件

需要不断重新开挖的“护城河”不是“护城河”

第 30 章　**企业的三种形态——伟大、良好和糟糕**　118

巴菲特的伯克希尔繁荣的秘密

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有“护城河”但需要花钱维护的企业

微软和谷歌都属于“伟大”一类

电力业里东京电力如何？

令人毛骨悚然的“糟糕”企业

绝不可忘记的“两个口诀”

第31章 优秀企业的简单的辨别方法——“Blooper 经营” 125

快乐的董事会和痛苦的董事会

第32章 企业与投资是一样的 127

优秀工商人士投资失败的原因

第33章 DEBT（欠账借款）是大忌 129

巴菲特从未借过钱

第34章 说是简单其实并不简单 130

巴菲特式的轻松投资术 = 30 厘米跨栏

不要把简单混同于容易

第35章 一年一头“巨鲸” 132

只有正确买进才有高回报

今天是小鱼，明天就是巨鲸

第36章 “懂得”企业的真正意义 134

巴菲特最有价值的忠告

第37章 人生的秘密 = 不公平的金球制 136

智商 100 的人怎样击败智商 140 的人

巴菲特的“双倍不公平的金球制”战略

第38章 非巴菲特式投资的问题 139

格雷厄姆式“账面价值投资”的陷阱

将困境中的企业和徘徊的企业区别开来

费雪式“成长股投资”的要点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彼得·林奇“理解”投资目标吗？

第 39 章 成功投资者的资质 143

超越电脑的回避风险的基因

一流投资家必备的四种能力

别被巴菲特的外表所欺骗！

第 40 章 决策时不要拜访公司 147

披露的信息已经足够

只在有特殊问题时才会见经营者

第 41 章 巴菲特式 10 倍股的寻找方法 150

头脑中积累广博的知识

巴菲特感兴趣的读物

第 42 章 走势图是“鸡的足迹” 154

股价走势图巴菲特式的使用方法

单纯的技术研究的尝试与局限

从技术分析到基础分析、FCF 分析

第 43 章 不恐惧的投资方法 158

只有家人患病时才失眠

如果有担心的事情就在睡觉前改正，然后不去想它

第 44 章 巴菲特的词典里没有“冒险”这个词 160

“确切性的考试”——合格者都是同样操作

现代金融理论的缺陷

对所有的企业进行评估是无聊的

巴菲特喜欢风险但从不冒险

第 45 章 “最佳击球区”集中投资 165

1/500 确切性的优势

好球要猛打

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 46 章 **利落地挥舞球棒** 167

多数时候人的动作是慢一拍的

别再被巴菲特（和芒格）的外表所欺骗！

第 47 章 **狭窄的多样化经营** 170

分散投资是“无知投资”

巴菲特忠告的苦恼

聪明而现实的集中投资

第 48 章 **无聊的“年龄段投资法”** 174

貌似有理的“欺诈”忠告

男女老少随时可以巴菲特式投资

第 49 章 **ROE20%的吸引力？现在不买日本股的理由** 176

低 ROE 时赚钱比登天还难

能否维持过高的 ROE 也是个疑问

第 50 章 **买喜欢的公司的股票** 178

摒弃讨厌的公司是一种浪费

只和好人做交易

第 51 章 **“大傻瓜”理论** 180

即使卖出了，优秀企业也还是优秀企业

长期看来注定失败的进场

第 52 章 **巴菲特式投资的陷阱** 183

长期投资的陷阱

即使是长期持有，到卖出的时候也要干净利落地卖出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3部 巴菲特密码 185

第 53 章 **巴菲特式简单投资的唯一公式** 187

公平价值范围

计算公平价值范围

第 54 章 **用"□"计算？** 191

利用自由现金流（FCF）表格

禧玛诺的内在价值

第 55 章 **探求"巴菲特数列"** 195

化复杂为简单的方程式

你与巴菲特的差距在于对"□"或"◇"的认识不同

在"巴菲特数列"中没有"不确切"

汇总所有的"巴菲特数列"

尾　声　寻找自己的"巴菲特密码"　200

后　记　203

附录 1　巴菲特式简单投资，新手路线图　209

附录 2　巴菲特式简单投资、投资组合管理路线图　210

附录 3　外行投资的地狱路线图　211

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1部

巴菲特王道

——所谓王道，就是指用简单便利的手段达到目的。

本书的第一部分，让我们来观察沃伦·巴菲特从1977年起直到最近的实际投资。作为伯克希尔·哈撒韦公司的CEO，沃伦·巴菲特每年都要给股东写一封信，其内容被誉为“学习经济最优秀的教材”，具有启蒙作用，生动有趣，还列举了很多活生生的案例。下面让我们以著名的《致股东的信》为中心展开分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

royal road 王道

1. an auspicious or easy way or means to achieve something. 2. a highway in ancient Persia, 2700km long, extending from Susa to Sardis, built by the Persian king Darius I of the Achaemenid Empire to facilitate rapid communication.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章　1977 年

获利 100 倍的华盛顿邮报

◆积极投资大众传媒的理由

1977 年，巴菲特再次开始大规模投资 3 年以后，也就是他开始给伯克希尔·哈撒韦公司的股东"写信"的那一年，当时总额 500 万美元以上的投资见表 1-1。

表 1-1　1977 年总额 500 万美元以上的投资组合

1977	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Capital Cities Communications, Inc.	220,000		10,909		13,228	
	GEICO	1,294,308		4,116		10,516	
	GEICO Convertible	1,986,953		19,417		33,033	
	The Interpublic Group of Companies, Inc.(IPG)❶	592,650		4,531		17,187	
	Kaiser Aluminum & Chemical Corp.(KALU)	324,580		11,218		9,981	
	Kaiser Industries, Inc.	1,305,800		778		6,039	
	Knight-Ridder Newspapers, Inc.	226,900		7,534		8,736	
	Ogilvy & Mather International, Inc.	170,800		2,762		6,960	
	Washinton Post(WPO)	934,300		10,628		33,401	
	Others			34,996		41,992	
	Total			**106,889**		**181,073**	

❶ 括号内为现在行情显示器上的名称标记。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对美国企业以及巴菲特的具体投资目标不了解的人，读了上表可能会一头雾水，这是因为其中包含了30年前的某些企业，其被收购以后名称往往发生变更。我们先对这些企业简单地加以说明。

第一个，大都会通信公司（Capital Cities Communications，Inc.），是一家设在纽约的电视台，后买下了美国广播公司（ABC），经巴菲特的同意，后来加入到了迪士尼公司旗下。

我们在序言中提到过的GEICO，其正式名称为政府雇员保险公司（The Government Employees Insurance Company），顾名思义，这家汽车保险公司的客户主要是以华盛顿为中心的行政官员和政府相关人员，1995年巴菲特取得了该公司的所有股权，将其纳入伯克希尔公司旗下。

联众集团（The Interpublic Group of Companies，Inc.：IPG）和奥美国际集团（Ogilvy & Mather International，Inc.）都是广告公司，凯撒铝业化工股份有限公司（Kaiser Aluminum & Chemical Corp.）创设于1946年，是美国造船之父H. J. 凯撒的凯撒工业公司（Kaiser Industries，Inc.）旗下的企业，在该集团内还有后来被美国通用汽车公司（General Motors：GM）收购的凯撒动力（Kaiser Motors），曾经的银幕硬汉、加利福尼亚州前州长阿诺德·施瓦辛格非常喜爱他们生产的军用越野车悍马。

骑士报（Knight－Ridder Newspaper，Inc）是一家新锐报纸，和芝加哥日报齐名，华盛顿邮报（Washinton Post）更是一家有名的新闻周刊。

在这里我们首先注意到巴菲特在大众传媒方面的投资比率。最初华盛顿邮报居然占了整个投资组合的近四成，也就是说，在20世纪70年代，巴菲特比较重视传媒界整体的优势地位，“如果我没能做成投资家的话，那肯定是一名记者”，或许这句话可以反映巴菲特对传

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

媒的重视。

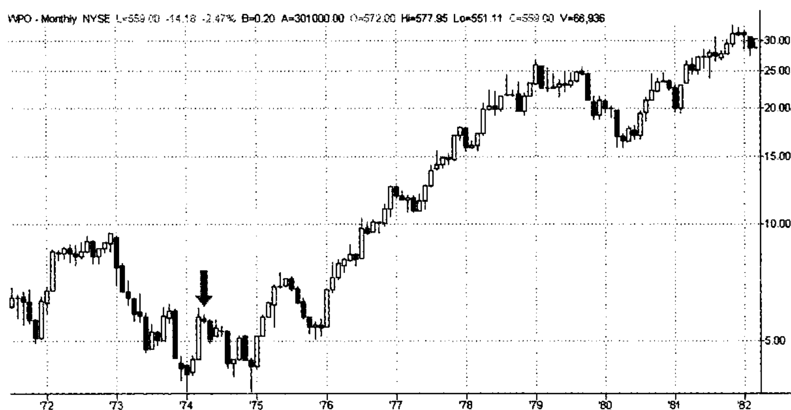
◆"意外安全的"100 倍获利

30 年以后的今天，巴菲特依然持有华盛顿邮报的股票，它和 GEICO 一样，是巴菲特要"终生持有的股票"。请看下面的详细资料。

华盛顿邮报（WPO）于 1971 年以 6 美元 50 美分的价格首次公开招股（IPO），1973～1974 年间股市暴跌，受其影响，WPO 曾一度达到 3.69 美元的最低价格。

在这一时点，巴菲特买入了 WPO，通过表 1－1 计算，其买入价为 5 美元 69 美分（当时计算值为 11.38 美元，但是后来 WPO 进行了 2∶1 的股票分割，也就是巴菲特现在持有值的一半），我们观察图 1－1，巴菲特在 70 年代箭头所示时点买入。他在大底的时候并没有出手，而是稍稍反弹时买进。

图 1－1　华盛顿邮报的股价推移（1971～1981）



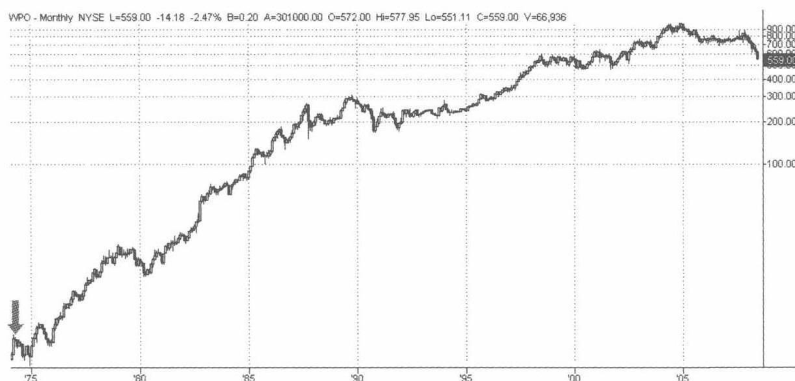
但是我们再仔细看，到了 1974 年 12 月，股票价格落到了 3.75 美元，又降下来了。巴菲特在 1974 年末承担着 34% 的亏损，此时他惊慌失措了吗？答案是完全没有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果把当时华盛顿邮报股票估价为4美元，那么总价则达8000万美元，而在巴菲特看来，华盛顿邮报的内在价值（intrinsic value）为其5倍，即4亿美元。

巴菲特说："如果一家4亿美元价值的公司以8000万美元的价格出售，即使凌晨两点在大西洋的正中间展开拍卖，人们也仍旧会趋之若鹜。并且，那家公司正由一些诚实卓越的人在管理。投资WPO可谓超乎想象的（ungodly）安全投资。即使将全部财产都投入进去也不必担心，丝毫不必。"

图1-2 华盛顿邮报的股价推移（1975~2008）



当巴菲特说可以"将全部财产都投入进去"的时候，并不是虚张声势。实际上，在序言中提到的GEICO，巴菲特就投入了总资产的75%。之所以没能把所有财产全部投入，是因为他只能在法律所规定的额度内购买（占股票发行总数的5%~10%，因时代不同而略有差异）。或者，巴菲特的全部资产远远超出了投资目标，纵然他想全部投入也无法实现。

后来，在巴菲特的忠告下，WPO曾回购本公司股票，股价一度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达到了 999 美元 50 美分，即使到了现在（如图 1－2），WPO 的股票仍然高不可攀，比巴菲特买进时涨了 100 倍。

◆ 一生不变的“四个投资标准”

巴菲特 1978 年 3 月 14 日在“致股东的信”中，明确列举出了他衡量投资目标的具体标准。

(1) 我们可以理解的行业。

(2) 具有长期竞争力。

(3) 由德才兼备的人士所经营。

(4) 吸引人的价格。

关于第四项，在面对上市公司的情况下，意思当然是要用便宜的价格买入，不过并非指单纯的股价下降，价格低廉，而是和它内在价值相比价格便宜，大家不要对这一点产生误解。至于说具体便宜到什么程度才会“吸引人”，巴菲特似乎觉得，内在价值应该在股价的4～5倍，反过来讲，股价为其内在价值的 1/4～1/5 是“非常吸引人”的。

不管是私人公司还是上市公司，巴菲特当然想整体买下感兴趣的公司，将其纳入伯克希尔公司旗下，不过收购谈判是在专业人员之间进行的，需要相互妥协达成协议，不会出现只“吸引”买方的情况。可是股市里充斥着恐惧和欲望，所以“直接并购的方式往往不可得，还不如透过间接拥有股权的方式来达到目的”。

巴菲特非常喜欢本杰明·格雷厄姆“做市场波动的伙伴”这句话，从整体收购的观点看，因为一般投资者的东奔西跑，（ungodly）股价变得不可捉摸，连无神论者巴菲特也一定觉得它（ungodly）超乎想象吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章 1978 年

安可保险（SAFECO）的价值投资

◆ “第一代”的巴菲特投资

1978 年，大都会通信公司（Capital Cities Communications, Inc.）开始图谋并购美国广播公司（American Broadcasting Companies, Inc.），即通常所说的 ABC 电视台。到 1985 年 3 月，大都会收购了 4 倍于自己的 ABC 电视台，当时众说纷纭，实际上这笔交易是由巴菲特从中斡旋，合并成功后的公司名称为大都会 ABC（Capital Cities/ABC），巴菲特持有其 18% 的股份。

在 1978 年新购进的股票品种中，伯克希尔公司的主要业务领域、同属财产保险公司的安可保险（SAFECO）占了相当大的份额，见表 2－1。对于 SAFECO 的股票，巴菲特 1980 年继续买入，到 1981 年卖出套利了一部分，1982 年全部卖出了。巴菲特买入这只股票的理由在于其“账面价值”。

巴菲特说：“SAFECO 股票的买入价格远远低于其账面价值，如果通过直接谈判的方式去收购，即使是平庸的企业，我们也不得不以溢价的方式（100 美分 >1 美元）去购买，可是（因为受益于股票市场的上下波动），我们购买财产保险业界最好的公司时，完全可以用折扣价（100 美分 < 1 美元）买进。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2－1　1978 年的投资组合

1978	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Capital Cities Communications, Inc.	0	-220,000		(10,909)	0	(13,228)
	GEICO	1,294,308	0	4,116	0	9,060	(1,456)
	GEICO Convertible	1,986,953	0	19,417	0	28,314	(4,719)
	The Interpublic Group of Companies, Inc.	592,650	0	4,531	0	19,039	1,852
	Kaiser Aluminum & Chemical Corp.	1,066,934	742,354	18,085	6,867	18,671	8,690
	Kaiser Industries, Inc.	0	-1,305,800		(778)	0	(6,039)
	Knight-Ridder Newspapers, Inc.	453,800	226,900	7,534	0	10,267	1,531
	Washinton Post	934,300	0	10,628	0	43,445	10,044
	American Broadcasting Companies, Inc.	*246,450*		*6,082*		*8,626*	
	SAFECO	*953,750*		*23,867*		*26,467*	
	Others			39,506		57,040	
	Total			133,766		220,929	

也就是说，PBR（Price－Book Ratio，股价净值比＝股价纯资产倍率）远远小于 1 的时候买进，在这里巴菲特也巧妙地利用了市场的波动。

那么，具体小到多少呢？现在我手头没有 SAFECO 当时的资产负债表，因此只能靠推测。1981 年巴菲特将一部分股票卖出套利，是存在 45% 以上的未实现收益时卖出的，因为对 SAFECO 的投资是单纯的价值投资，如果巴菲特想在 PBR 小于 1 时买入，在 PBR 等于 1 时卖出，那么我猜测能够吸引巴菲特的 PBR 应该在 0.7 左右吧。

如果某公司像 SAFECO 那样资产要素稳定可靠，并且在业内能得到巴菲特“运营绩效远优于我们的保险事业”的评价，那么我们一定可以“将全部财产都投入进去”。可是，巴菲特对 SAFECO 的投资是利用 PBR 进行买入判断的，其方法深受本杰明·格雷厄姆的强烈影响，可以说是“第一代的巴菲特”的投资手法。请不要忘记，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个时候，巴菲特投资的主流思想已经注重于内在价值，转而向那些具有竞争优势的企业进行长期投资。因此对 SAFECO 的投资只能说巴菲特以往的方法尚未过时，而不是在最初他就有“长期投资”的打算。

2008 年 4 月 23 日，SAFECO 被利宝互助保险集团（Liberty Mutual Group）以每股 68.25 美元的价格收购。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章 1979 年

预想“表现不佳”

◆尽管不佳也不调整战略

1979 年以后的几年间，市场处于两位数的通货膨胀之中，美国联邦储备委员会主席沃尔克开始了彻底的紧缩政策，似乎是这一波涛汹涌的时期的反映，巴菲特的投资组合也变化频繁，见表 3－1。

联合出版公司（Affiliated Publications, Inc.）是一家新闻集团，旗下拥有《波士顿环球报》等；阿美拉达赫斯（Amerada Hess）现在名为赫斯公司（Hess Corporation：HES），是一家石油开采销售公司；通用食品公司（General Foods, Inc.）就是后来的菲利普·莫里斯（Philip Morris），现在已被奥驰亚集团（Altria Group：MO）所收购，与其旗下的卡夫食品公司（Kraft Foods Inc.：KFT）合并，成为一家食品公司；汉迪·哈曼（Handy & Harman）是贵重金属开采销售公司；通用传媒（Media General, Inc.）是媒体相关产业；伍尔沃思公司（F. W. Woolworth Company）是一家有名的生活杂货连锁公司，因业绩低迷发生过好几次改变，现在依然以 Foot Locker（Foot Locker Inc.：FL）的名称存留着。

巴菲特对媒体的偏好依旧没有改变，可是我们看到，他已经在食品、能源、零售等多种产业开始了投资。后来巴菲特甚至对中国石油（Petro China Co. Led.：PTR）投入巨资，令世人震惊不已，不过，他有着常年投资贵重金属、石油等能源股的丰富经验，对他而言那实在不足为奇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3－1　1979 年的投资组合

1979 股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
American Broadcasting Companies, Inc.	246,450	0	6,082	0	9,673	1,047
GEICO	5,730,114	4,435,806	28,288	24,172	68,045	58,985
GEICO Convertible	0	-1,986,953		(19,417)	0	(28,314) 变换股票
The Interpublic Group of Companies, Inc.	711,180	118,530	4,531	0	23,736	4,697
Kaiser Aluminum & Chemical Corp.	1,211,834	144,900	20,629	2,544	23,328	4,657
Knight-Ridder Newspapers, Inc.	0	-453,800		(7,534)	0	(10,267)
Ogilvy & Mather International, Inc.	391,400	220,600	3,709	947	7,828	868
Washinton Post	1,868,000	933,700	10,628	0	39,241	(4,204)
SAFECO	953,750	0	23,867	0	35,527	9,060
Affiliated Publications, Inc.	*289,700*		*2,821*		*8,800*	
Amerada Hess	*112,545*		*2,861*		*5,487*	
General Foods, Inc.	*328,700*		*11,437*		*11,053*	
Handy & Harman	*1,007,500*		*21,825*		*38,537*	
Media General, Inc.	*282,500*		*4,545*		*7,345*	
F.W. Woolworth Company	*771,900*		*15,515*		*19,394*	
Others			28,675		38,686	
Total			185,413		336,680	

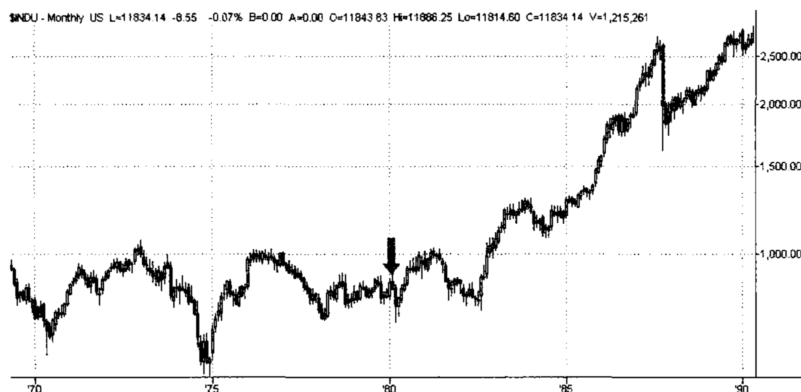
在这里，我们简单地观察一下 20 世纪 70～80 年代股价的变动。

图 3－1 是道琼斯 30 种工业股票指数的变化图，从 1973 年开始到 1974 年一直在下行，形势相当严峻，不言而喻，这是受到了当时石油危机的影响；1977 年第二次石油危机时，股价也同样低迷。

后来，通货膨胀再加上大萧条，也就是滞胀时代到来了，到 80 年代前半期股价还是不稳定，可是从 1982 年 7 月开始筑底，直到 1987 年 10 月的“黑色星期一”都是多头行情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 3－1　道·琼斯 30 种工业股票指数变化图（1970～1990）



巴菲特 1979 年写于 1980 年 3 月 3 日（图 3－1 中箭头所示时间）的《致股东的信》中说“今年（指 1980 年）股票市场中，我们投资组合的表现将是近几年来第一次不如市场大盘”，他面对股东断言，“展望 1980 年可能会更糟糕”。

他不只说股市整体下行，还有指数表现不佳，结果正是如此，标准普尔 500 指数上升了 32%，而与此相对，伯克希尔的账面价值仅仅上升了 19%，与大盘差距达 13 个百分点。我们不知道巴菲特是怎样预测出这种“表现不佳”的，但他接着说：“我非常喜欢目前我们投入巨资的大公司，我们不会在特定的时间内根据短期的变动对它们的地位做出调整。”

所谓“短期的变动”，在这里指的应该是 1980 年，比如，纵然他预想到结果可能不令人满意，但他不能被短期的变动所左右，仍然坚定地对自己信任的企业继续投资下去。

通过第 2 章我们发现，巴菲特所投资的公司本来就是“有着长期良好预期的公司”，所以它们即使在某一年表现不佳也应该算不上什么问题吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章 1980 年

“真正”规避困境反转型公司

◆经营者的素质在于“资本配置”

1980 年的特点是，将美国广播公司（American Broadcasting Companies，Inc.）以及阿美拉达赫斯（Amerada Hess）的股票卖出，并继续增持 GEICO 和 SAFECO 的股票，对通用食品公司（General Foods，Inc.）大量追加投资，还买进了七个新品种，见表 4－1。

在巴菲特 1980 年的《致股东的信》中，特别论及了 GEICO 和“转机”，现在让我们来看一看。

首先，巴菲特说“GEIGO 堪称为投资业界的最佳典范”，所谓最佳典范，就是同时拥有几种特色，即占有重要且难以复制的商业优势，以及在运营能力和资本配置能力两方面都极其优秀的经营团队。

这里“占有重要且难以复制的商业优势”的表达，尽管在实际投资中作为评价企业的试金石来运用，但在管理能力上还列举了两个方面：一、运营能力；二、资本配置能力。这一点需要加以注意。运营能力说的是如新产品的开发能力，或者宣传能力，总之是执行力，只要拥有这种能力，那么一切都能迎刃而解。而巴菲特还要求经营团队掌握“资本配置能力”，这是他的特色。

这是什么意思呢？我们有必要读一下巴菲特所做的 1987 年度的年度报告。他做了说明，在这里，他把资本配置看成资金分配。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4－1　1980 年的投资组合

1980	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	American Broadcasting Companies, Inc.	0	-246,450	0	(6,082)	0	(9,673)
	GEICO	7,200,000	1,469,886	47,138	18,850	105,300	37,255
	The Interpublic Group of Companies, Inc.	711,180	0	4,531	0	22,135	(1,601)
	Kaiser Aluminum & Chemical Corp.	1,211,834	0	20,629	0	27,569	4,241
	Ogilvy & Mather International, Inc.	391,400	0	3,709	0	9,981	2,153
	Washinton Post	1,868,000	0	10,628	0	42,277	3,036
	SAFECO	1,250,525	296,775	32,062	8,195	45,177	9,650
	Affiliated Publications, Inc.	434,550	144,850	2,821	0	12,222	3,422
	Amerada Hess	0	-112,545	0	(2,861)	0	(5,487)
	General Foods, Inc.	1,983,812	1,655,112	62,507	51,070	59,889	48,836
	Handy & Harman	2,015,000	1,007,500	21,825	0	58,435	19,898
	Media General, Inc.	282,500	0	4,545	0	8,334	989
	F.W.Woolworth Company	667,124	-104,776	13,583	(1,932)	16,511	(2,883)
	Aluminum Company of America	*464,317*		*25,577*		*27,685*	
	Cleveland-Cliffs Iron Company	*475,217*		*12,942*		*15,894*	
	National Detroit Corporation	*247,039*		*5,930*		*6,299*	
	National Student Marketing	*881,500*		*5,128*		*5,895*	
	Pinkerton's Inc.	*370,088*		*12,144*		*16,489*	
	R.J. Reynolds Industries	*245,700*		*8,702*		*11,228*	
	The Times Mirror Company	*151,104*		*4,447*		*6,271*	
	Others			26,313		32,096	
	Total			325,161		529,687	

因为大部分的公司经营者，并不擅长资金分配，之所以如此并不让人诧异，因为大部分的老板之所以能够成功是靠着他们在营销、生产、工程、行政管理方面的专长。

而一旦成为 CEO 之后，他们马上必须面对许多新的责任与挑战，包括要做资金分配的决策，这是一项他们以前从未面对过的重要而艰巨的任务。打个比方，这就好像是一位深具天分的音乐家，没有安排让他到卡内基音乐厅演奏，却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反而任命他为联邦储备委员会主席一般。

……

某些体认到自己缺乏这方面能力的 CEO（当然也有很多 CEO 不这样认为），会向部属、管理顾问或是投资银行家寻求建议……总的来说，我们认为大多数的情况并不能解决问题，反而让问题变得更严重。结果你就会发现，在美国企业总是一再重复着不明智、低效率的资本分配决策（这也是你为什么经常听到机构重组的原因）。

巴菲特认为“CEO 缺乏资金分配的能力绝不是一件小事”，“如果一家公司每年保留 10% 盈余的话（也就是净资产收益率为 10%），经过 10 年后，他所要掌管的资金等于增加了 60%”。也就是说 CEO 负有责任，他必须高效地利用这增加出来的六成资金，必须重新加以配置。利润率高的企业资本积累的速度更快，那么决定在什么地方怎样使用这种收益就变成越来越艰巨的工作，一旦决策失败，数年的业绩就会化为乌有。

说起经营者的能力，人们每每只注意其目前的执行力，可是应该记住，资金、公司内资源分配的能力更是决定公司长期发展方向的重要因素。

◆ 众多的“困境反转型”公司并没有反转

好，让我们回到 1980 年。

经营者有着运营能力和资本配置能力，再加上不可复制的商业优势，GEICO 的股东应该比投资其他企业获得更丰厚的回报……

可是，在 1970 年代中期，GEICO 却经历过一次通常所说的“反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转”。巴菲特不相信企业会发生什么“反转”，他经历或旁观过太多的反转故事，他的结论是，“除了少数的例外，当一个赫赫有名的经营者与一个日渐没落的夕阳产业遭遇时，毫发无损的往往是后者。”

这样的失败企业发生转机的可能性微乎其微，不过逃过 1976 年危机的 GEICO 却是个例外。自 20 世纪 70 年代开始，GEICO 就急剧扩大，保险专用基金出现了暂时的不足，杰克·伯恩（Jack Byrne）出任 CEO，将 FEICO 带出了泥潭。巴菲特对杰克·伯恩的业绩给予了高度评价，不过同时指出，GEIGO 仍毫发无损地享有其最重要的产业竞争优势才是其取得成功的重要原因。

正如在第 1 章里所说明的那样，20 世纪 70 年代 GEICO 的问题并不是因为其失去了竞争优势，或者优势发生了损害，而只是暂时出现了问题，因而它能够抓住转机，实现转变。还有巴菲特也预料到这一步，为它提供了大笔投资。

巴菲特还回忆起了 1964 年卷入“色拉油丑闻”的美国运通。它和 GEICO 都属同一类型（one - of - a - kind）企业，暂时的资金问题可能使它们出现困难，但是却并没有毁掉它们稳固的公司基础。这里我们可以直接引用巴菲特的话：

> “GEIGO 和美国运通两家公司都是同样状况，即它们都很优秀，特许经营的商业方式使它们可以解决局部肿瘤（当然也需要经验丰富的医生），这一点应与那些从皮格马利翁❶企‘困境反转’的自欺欺人中尽早抽身的行为有所区别。”

---

❶　皮格马利翁：皮格马利翁是古希腊神话中的塞浦路斯国王。这个国王性情孤僻，常年一人独居，竟对自己雕刻的美女像作品产生了爱慕之情。爱神阿弗洛狄忒为他的真诚所感动，就使这座美女雕像活了起来。皮格马利翁遂称她为伽拉忒亚，并娶她为妻。后人把由期望而产生实际效果的现象叫做皮格马利翁效应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章　1981 ~ 1986 年

争取永远持有

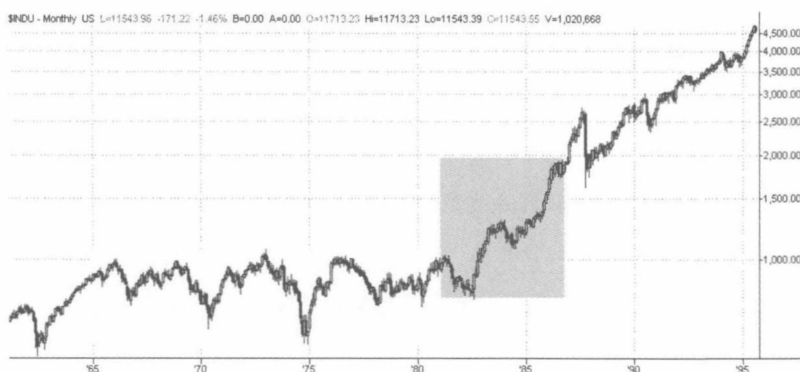
◆ 上涨行情是调整品种的绝佳时机

1981 年的卖出或者说调整品种（见表 5 - 1），引人注目，减少品种数量的趋势直到 1986 年还在继续着。让我们看一看这 6 年里巴菲特卖出的股票品种（见表 5 - 2）。

后来巴菲特曾说，“如果一只股票你不想持有 10 年的话，那么你连 10 分钟也不要持有”，然而，他自 1981 年到 1986 年卖出的品种平均持有时间是 3 年，可见，此时巴菲特还没有形成上述思想。

在这里我们也看看当时道琼斯指数的变化（图 5 - 1）。

图 5 - 1　道·琼斯工业平均股价的推移（1960 ~ 1995）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5－1 1981 年的投资组合

1981	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	GEICO	7,200,000	0	47,138	0	199,800	94,500
	The Interpublic Group of Companies, Inc.	711,180	0	4,531	0	23,202	1,067
	Kaiser Aluminum & Chemical Corp.	0	-1,211,834	0	(20,629)	0	(27,569)
	Ogilvy & Mather International, Inc.	391,400	0	3,709	0	12,329	2,348
	Washinton Post	1,868,000	0	10,628	0	58,160	15,883
	SAFECO	785,225	-465,300	21,329	(10,733)	31,016	(14,161)
	Affiliated Publications, Inc.	451,650	17,100	3,297	476	14,114	1,892
	General Foods, Inc.	2,101,244	117,432	66,277	3,770	66,714	6,825
	Handy & Harman	2,015,000	0	21,825	0	36,270	(22,165)
	Media General, Inc.	282,500	0	4,545	0	11,088	2,754
	F.W. Woolworth Company	0	-667,124	0	(13,583)	0	(16,511)
	Aluminum Company of America	703,634	239,317	19,359	(6,218)	18,031	(9,654)
	Cleveland-Cliffs Iron Company	475,217	0	12,942	0	14,362	(1,532)
	National Detroit Corporation	0	-247,039	0	(5,930)	0	(6,299)
	National Student Marketing	0	-881,500	0	(5,128)	0	(5,895)
	Pinkerton's Inc.	370,088	0	12,144	0	19,675	3,186
	R.J. Reynolds Industries	1,764,824	1,519,124	76,668	67,966	83,127	71,899
	The Times Mirror Company	0	-151,104	0	(4,447)	0	(6,271)
	Arcata Corporation	*420,441*		*14,076*		*15,136*	
	GATX Corporation	*441,522*		*17,147*		*13,466*	
	Others			16,131		22,739	
	Total			351,746		639,229	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5－2 1981～1986 年卖出的品种一览

	股票品种	买入时间（年）	持有时间
1981	Kaiser Aluminum&Chemical Corp.	1977	4
	F.W.Woolworth Company	1979	2
	National Detroit Corporation	1980	1
	National Student Marketing	1980	1
	The Times Mirror Company	1980	1
1982	SAFECO	1978	4
	Aluminum Company of America	1980	2
	Cleveland-Cliffs Iron Company	1980	2
	Pinkerton's Inc.	1980	2
	Arcata Corporation	1981	1
	GATX Corporation	1981	1
1983	Crum&Foster	1982	1
1984	Ogilvy&Mather International, Inc.	1977	7
	Media General, Inc.	1979	5
	R.J.Reynolds Industries	1980	4
1985	The Interpublic Group of Companies, Inc.	1977	8
	General Foods, Inc.	1979	6
	Exxon Corporation	1984	1
	Northwest	1984	1
1986	Affiliated Publications, Inc.	1979	7
	Time, Inc	1982	4
	Beatrice Companies, Inc.	1985	1
		平均	3

巴菲特真正开始股票投资是在 1965 年，可是从 1962 年到 1982 年间（淡影部分），道琼斯工业平均股价基本在 1000 美元到 700 美元的区间内运行，有时还跌到 600 美元。

也就是说，至少在道琼斯这里，美国股市创造了长达 20 年的波段行情，超越 1972 年 1 月 1067.20 美元的最高点已经是 1983 年 1 月的事情了。

自那以后，直到 1987 年 10 月“黑色星期一”的大暴跌，一直是非常顺利地上涨。这一时期正和巴菲特满仓进行品种调整的时期重合（浓影部分）。结果就是巴菲特一边在上涨的行情中套利，一边调整品种。最后剩下的就是我们在 1987 年投资组合中所看到的他“终生持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的品种”（29 页，见表 7－1）。现在我们知道了，在上涨行情中，不要单纯地沉迷于“涨了涨了”的欢喜中，而是抓住这个机会调整品种（见表 5－3、表 5－4、表 5－5）。

表 5－3　1982 年的投资组合

1982	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	GEICO	7,200,000	0	47,138	0	309,600	109,800
	The Interpublic Group of Companies, Inc.	711,180	0	4,531	0	34,314	11,112
	Ogilvy & Mather International, Inc.	391,400	0	3,709	0	17,319	4,990
	Washinton Post	1,868,000	0	10,628	0	103,240	45,080
	SAFECO	0	-785,225	0	(21,329)	0	(31,016)
	Affiliated Publications, Inc.	460,650	9,000	3,516	219	16,929	2,815
	General Foods, Inc.	2,101,244	0	66,277	0	83,680	16,966
	Handy & Harman	2,379,200	364,200	27,318	5,493	46,692	10,422
	Media General, Inc.	282,500	0	4,545	0	12,289	1,201
	Aluminum Company of America	0	-703,634	0	(19,359)	0	(18,031)
	Cleveland-Cliffs Iron Company	0	-475,217	0	(12,942)	0	(14,362)
	Pinkerton's Inc.	0	-370,088	0	(12,144)	0	(19,675)
	R.J.Reynolds Industries	3,107,675	1,342,851	142,343	65,675	158,715	75,588
	Arcata Corporation	0	-420,441	0	(14,076)	0	(15,136)
	GATX Corporation	0	-441,522	0	(17,147)	0	(13,466)
	Crum & Foster	*908,800*		*47,144*		*48,962*	
	Time, Inc	*1,531,391*		*45,273*		*79,824*	
	Others			21,611		34,058	
	Total			424,033		945,622	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表5－4　1983年的投资组合

1983 股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
GEICO	6,850,000	-350,000	47,138	0	398,156	88,556
The Interpublic Group of Companies, Inc.	636,310	-74,870	4,056	(475)	33,088	(1,226)
Ogilvy & Mather International, Inc.	250,400	-141,000	2,580	(1,129)	12,833	(4,486)
Washinton Post	1,868,000	0	10,628	0	136,875	33,635
Affiliated Publications, Inc.	690,975	230,325	3,516	0	26,603	9,674
General Foods, Inc.	4,451,544	2,350,300	163,786	97,509	228,698	145,018
Handy & Harman	2,379,200	0	27,318	0	42,231	(4,461)
Media General, Inc.	197,200	-85,300	3,191	(1,354)	11,191	(1,098)
R.J. Reynolds Industries	5,618,661	2,510,986	268,918	126,575	314,334	155,619
Crum & Foster	0	-908,800	0	(47,144)	0	(48,962)
Time, Inc	901,788	-629,603	27,732	(17,541)	56,860	(22,964)
Others			7,485		18,044	
Total			566,348		1,278,913	

表5－5　1984年的投资组合

1984 股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
GEICO	6,850,000	0	45,713	(1,425)	397,300	(856)
The Interpublic Group of Companies, Inc.	818,872	182,562	2,570	(1,486)	28,149	(4,939)
Ogilvy & Mather International, Inc.	0	-250,400	0	(2,580)	0	(12,833)
Washinton Post	1,868,000	0	10,628	0	149,955	13,080
Affiliated Publications, Inc.	690,975	0	3,516	0	32,908	6,305
General Foods, Inc.	4,047,191	-404,353	149,870	(13,916)	226,137	(2,561)
Handy & Harman	2,379,200	0	27,318	0	38,662	(3,569)
Media General, Inc.	0	-197,200	0	(3,191)	0	(11,191)
R.J. Reynolds Industries	0	-5,618,661	0	(268,918)	0	(314,334)
Time, Inc	2,553,488	1,651,700	89,327	61,595	109,162	52,302
American Broadcasting Companies, Inc.	*740,400*		*44,416*		*46,738*	
Exxon Corporation	*3,895,710*		*173,401*		*175,307*	
Northwest	*555,949*		*26,581*		*27,242*	
Others			11,634		37,326	
Total			584,974		1,268,886	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章　1985 年

伯克希尔·哈撒韦的停业

◆管窥温情的心

对巴菲特来讲，1985 年是难以忘怀的，因为就在这一年，伯克希尔·哈撒韦公司停业了（见表 6－1）。准确地说，是决定废止伯克希尔·哈撒韦公司的伯克希尔·哈撒韦事业部。

表 6－1　1985 年的投资组合

1985	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	GEICO	6,850,000	0	45,713	0	595,950	198,650
	The Interpublic Group of Companies, Inc.	0	-818,872	0	(2,570)	0	(28,149)
	Washinton Post	1,727,765	-140,235	9,731	(897)	205,172	55,217
	Affiliated Publications, Inc.	1,036,461	345,486	3,516	0	55,710	22,802
	General Foods, Inc.	0	-4,047,191	0	(149,870)	0	(226,137)
	Handy & Harman	2,379,200	0	27,318	0	43,718	5,056
	Time, Inc	847,788	-1,705,700	20,385	(68,942)	52,669	(56,493)
	American Broadcasting Companies, Inc.	900,800	160,400	54,435	10,019	108,997	62,259
	Exxon Corporation	0	-3,895,710	0	(173,401)	0	(175,307)
	Northwest	0	-555,949	0	(26,581)	0	(27,242)
	Beatrice Companies, Inc.	*2,350,922*		*106,811*		*108,142*	
	Others			7,201		27,963	
	Total			275,110		1,198,321	

伯克希尔·哈撒韦公司是巴菲特在 1965 年通过巴菲特合伙公司买进“伯克希尔·哈撒韦纺织公司”的过半股份，从而使其成为“巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司”（1970 年买进全部股份），但是因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为巴菲特的“温情”，其纺织事业部在“巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司”中居然生存了20年。巴菲特一贯认为“所谓的困境反转几乎都是反转”，真是天不遂人愿，巴菲特最初的收购目标，就是伯克希尔·哈撒韦公司。

实际上，在1978年的《致股东的信》中，巴菲特已经有了结论，“根据我们自己的从业经验和投资经验，所谓的转机几乎都不会成为转机，如果需要倾注同样的才能与精力，用适当的价格收购一家优秀企业远比用便宜的价格收购衰败的企业要好得多”。他所谓“自己的从业经验”，指的就是伯克希尔·哈撒韦公司。

巴菲特在1978年的年度报告中，以能够“带来一般性的现金回报”为由赞成保留伯克希尔·哈撒韦，不过到了1985年，他承认“这是个错误的决定”。

他说：“我们不会仅仅因为要将企业的整体利润率提高一点点，就轻易地结束利润率水平以下的事业，但同时我们也觉得，如果只因公司非常赚钱便无条件去支持一项完全不具前景的投资的做法不太妥当。”

1967年，这个纺织事业部赚来的金钱被用来收购一家名为“国家产险”（National Indemnity Company）的保险公司，在早期使公司进入了保险业界，后来的伯克希尔·哈撒韦几乎没有任何作为。为什么在接下来长达10年的时间里，巴菲特还一直支持它呢？

巴菲特曾经表示，在伯克希尔·哈撒韦没有工会，与同行业的其他美国公司相比，价格上还算有点竞争力，因而其灾难性的时刻反而来得比较迟。不过，其真正的理由大概是“我不信‘智慧是心灵（温情）的随从，却不做心灵的奴隶’之类的格言，我只相信我愿意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相信的东西”。从巴菲特对待伯克希尔·哈撒韦的态度，我们可以感觉到“心灵的奴隶”的温情。

◆ 与格雷厄姆式投资彻底决裂

但是，“对幻想持有温情”是毫无意义的，巴菲特说，纺织业界始终有着“投资还是不投资”的难题。进行设备投资要花费很多钱，但如果不投资则无法在激烈的竞争中生存。业界第一的伯林顿工业（Burlington Industries）就下定了决心，从 1964 年开始到 1985 年 21 年间先后拿出 30 亿美元进行设备投资，60 美元的股票其实等同于 200 美元的价值，可是结果怎样呢？21 年来的销售额名义上是增长的，可是物价调整后，实际进度则是下落的，股价好不容易维持在 68 美元（增长 13%），而这期间物价指数变成原来的 3 倍，实际上该公司亏了 187%。

这个数据充分表现了在错误的预期上倾注心思与体力，最后结果会招致股东怎样的反弹。巴菲特以“塞缪尔·约翰逊的马”作比喻，“能从 1 数到 10 的马应该算做一匹优秀的马了，可是它肯定算不上优秀的数学家”。也就是说，在这种情况下，高明地实行资产配置的纺织公司可以算业内优秀的纺织公司了，可是从整个经济领域看，它还算不上一个优秀的公司。

就这样，巴菲特放弃了纺织业务，1980 年他在《致股东的信》中论及了 GEICO，作为呼应，现在他又在 1985 年《致股东的信》中送给了我们这样的忠告：

如果你发现自己乘上了一艘慢慢漏水的船，与其白费力气去修补漏洞，远远不如努力去更换一条好船。

不言而喻，这里的“船”指的是业界，也可以把他理解成企业。股票投资的好处，就在于只需轻轻一点，就可以和漏水的业界或是漏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水的企业说再见，完全没有必要像巴菲特一样，被“温情”的问题所羁绊。

并且在这里，伴随着伯克希尔·哈撒韦的停业，巴菲特还在非常有趣的《伯克希尔·哈撒韦投资后记》里，为我们介绍了事情的经过。

就像早期我的作风一样，有些投资人在买卖股票时把账面价值看得很重。也有些经济学家非常重视所谓的重置价值，用它计算一家公司股价的正常水准。对这些人而言，1986年初伯克希尔·哈撒韦的纺织机器的拍卖经过对我们是一次教育（见表6－2）。

拍卖的设备、备件全都能用，原始成本为1300万美元，现在账面价值只有86.6万美元了。如果是有着敏感神经的经营者，就绝不会再继续投资了。可是，如果要将一套全新的备件、设备准备齐全的话，怎么也要先花上3000万～5000万美金吧。

但你知道吗？整个机器的拍卖所得只有16万3122美元，如果扣除处理设备所耗费的成本，最后就会一毛不剩。1981年，我们以5000美元1台的价格购入的织机，开价50美元还是没人要，最后以26美元几近废铁的价格出手，连搬运费都不够。

可以这样看。就像两家《布法罗晚报》的报摊或一家喜斯糖果的店铺所能发挥的经济价值也比它高。而就在不久的从前，可以雇佣上千人的伯克希尔·哈撒韦出售庞大的纺织机器也本可以得到高得多的钱款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抱着“就是路边无人问津的烟头也能最后来上一口”的想法进行的投资，就是所谓的“烟蒂”投资（Butt - end investment）。简而言之，如果说“以账面价值 2/3 的价格买进股票，当它回到 1 的时候再卖出获利”的手法是巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆的投资手法，那么，到了 1985 年，可以说巴菲特已经完全和格雷厄姆式的投资永别了。

表 6 - 2 1986 年的投资组合

1986	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	GEICO Corporation	6,850,000	0	45,713	0	674,725	78,775
	Washinton Post	1,727,765	0	9,731	0	269,531	64,359
	Affiliated Publications, Inc.	0	-1,036,461	0	(3,516)	0	(55,710)
	Handy & Harman	2,379,200	0	27,318	0	46,989	3,271
	Time, Inc	0	-847,788	0	(20,385)	0	(52,669)
	Capital Cities/ABC, Inc.	2,990,000	2,089,200	515,775	461,340	801,694	692,697
	Beatrice Companies, Inc.	0	-2,350,922	0	(106,811)	0	(108,142)
	Lear Siegler, Inc.	*489,300*		*44,064*		*44,587*	
	Others			12,763		36,507	
	Total			655,364		1,874,033	

然而实际上的诀别还要早得多。1972 年巴菲特买进喜斯糖果时，就已经是明显倾向于“优秀企业投资”（参考第 10 章），而作为格雷厄姆式投资的最大和最后的案例，巴菲特在为买入的伯克希尔·哈撒韦操劳了 20 年以后，1985 年决定将其停业，这一年或许可以看做他与格雷厄姆式投资的决裂之年。

不管怎么说，伯克希尔·哈撒韦的停业，可以说巴菲特的投资方向向“优秀企业”靠拢的关键一步。后来，巴菲特就义无反顾地走向了“优秀企业”投资的道路。我们会在第 2 部里详细讲述什么是优秀企业，在这里，优秀企业就是简单的企业，不过，请先记住，它不是简易投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章 1987 年

长期持有和永远持有的区别

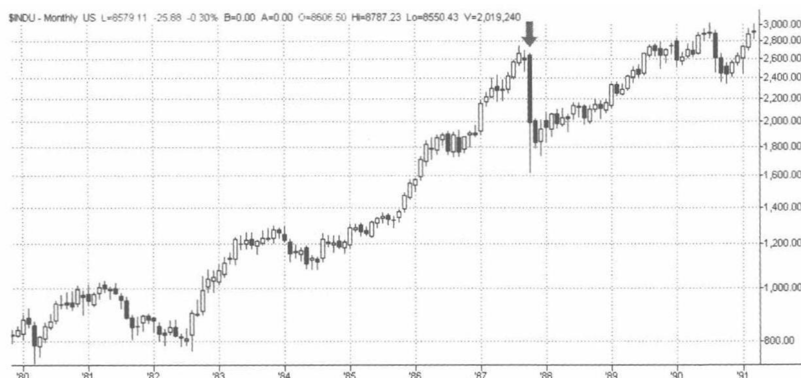
◆永远持有是永远的"朋友"

1987 年 10 月，股价暴跌，也就是所谓的"黑色星期一"（图 7－1）。

通过第 5 章，我们已经了解，从某种意义上看，20 世纪 80 年代可以说是巴菲特调整品种的时代。1987 年暴跌前的上升行情是抛掉那些不打算"永远持有"的股票的绝佳时机。或者说，即使在暴跌前逃顶，也仍旧会心有余悸，认为"果然不应该持有"。

虽然当时的实际操作情形只有巴菲特自己才清楚，不过不管怎么说，总之在 1987 年的投资组合中，只剩下了他的三个"一生持有的品种"。那么对巴菲特而言，这三个品种有何意义呢？

图 7－1 "黑色星期一"前后道·琼斯工业平均股价的推移



在 1987 年巴菲特改股东的信中，有一段话被重复了三次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7－1 1987 年的投资组合

1987	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Capital Cities/ABC, Inc.	3,000,000	10,000	517,500	1,725	1,035,000	233,306
	GEICO	6,850,000	0	45,713	0	756,925	82,200
	Washinton Post	1,727,765	0	9,731	0	323,092	53,561
	Total			572,944		2,115,017	

“我们很愿意无限期的持有一家公司的股份，只要这家公司所运用的资金可以产生令人满意的报酬、管理阶层优秀能干且正直，同时市场对其股价没有过度的高估。”

这就是巴菲特“长期持有”的条件，反过来说，凡是在这个范围以外的东西都可以卖出。巴菲特“永远持有的股票”当然也适用这些条件。不过有一点不同，那就是即使市场对这些品种的价格过分高估也仍旧不抛出。

“但是有三只股票，无论它们的价格再怎么上涨我们也不会卖。事实上我们把这些投资与在我们管理下的那些具控制权的公司一样看待，它们不是市场上那种出了高价钱就可以买进卖出的一般商品，反而像是伯克希尔旗下企业的一部分。”

唯一的例外就是，如果公司的保险事业部发生巨额亏损，那么才不得不出售部分持股来换取资金。这就是巴菲特所谓的“永远持有”。先前我们说过，1987 年是股市暴跌的一年，可尽管如此，巴菲特还是保留着这 3 个品种的股票，看来对巴菲特而言，或许这 3 个品种是“永远的朋友”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章　1988 年

优秀企业投资法的确立——对可口可乐的投资

◆ “50 年来头脑和眼睛相联系”的敏锐反应

1989 年 3 月 15 日，一则简短的新闻散布开来，伯克希尔公司买进了 6.3% 的可口可乐股票。由此人们知道了巴菲特完成了 10 亿美元的迄今为止最大的一笔投资。

表 8－1　1988 年的投资组合

1988	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Capital Cities/ABC, Inc.	3,000,000	0	517,500	0	1,086,750	51,750
	GEICO	6,850,000	0	45,713	0	849,400	92,475
	Washinton Post	1,727,765	0	9,731	0	364,126	41,034
	Coca-Cola	*14,172,500*	*14,172,500*	*592,540*		*632,448*	
	FHLM	*2,400,000*	*2,400,000*	*71,729*		*121,200*	
	Total			1,237,213		3,053,924	

当时可口可乐的股价为 22 美元，如果考虑股票分割等因素，相当于现在的 5.5 美元，后来，可口可乐股票如图 8－1 所示的那样，用 10 年时间上升到了 85 美元的最高点，成长了 15 倍，可见是非常简单的投资（No brainer）。可是，如果回到当时看（图 8－2），1987 年已经从高点向下走了，绝对不“便宜”。当时，世人还仍旧认为巴菲特是股价大幅下降时才买进的“价值投资者”，而可口可乐则是“成长股”，对他如此的大笔投资感到不可思议。

那么，在 1988 年到 1989 年年初的时间段里，为什么巴菲特竟然有着投资 10 亿美元的自信？当时他看到了什么？（表 8－1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图8-1　可口可乐的股价推移（1989~1999）

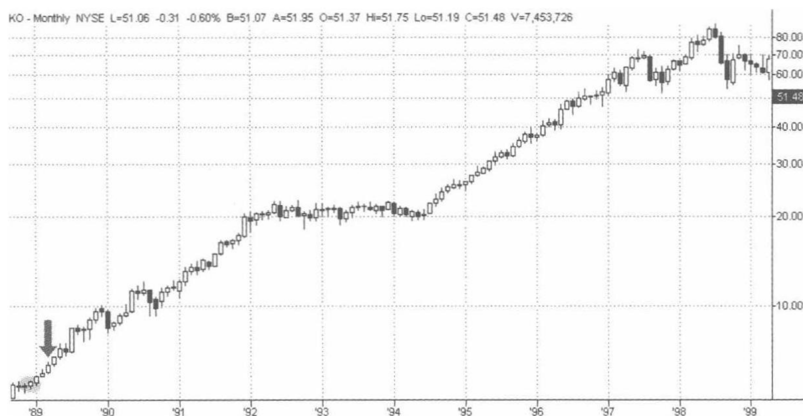


图8-2　可口可乐的股价推移（1979~1989）



在 1994 年《致股东的信》中，巴菲特说“这次的可口可乐投资是你们的董事长（指巴菲特自己）表现自己难以置信的‘敏锐’的案例之一”，五十多年前，当巴菲特还是个孩子的时候，对可口可乐就已经非常熟悉（花了 25 美分买了 6 罐装的可乐，然后再以每罐 5 美分的价格卖出去赚些零花钱），如果今天他对可口可乐不肯做一点投资的话，那可实在说不过去。而实际上，巴菲特认为，自从 1981

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年新的 CEO Roberto Goizueta 上任，可口可乐已经开始变成一个获得新生的公司。

实际上那时股价已经开始反弹，巴菲特想自己“应该更早地买进”是理所当然的吧。虽然他也曾自嘲，他在路面电车、面粉公司、焦炭公司、纺织公司以及棒球奖券销售公司等很多没什么意思的公司上投了不少钱，“唯有对可口可乐的关注却简直像故意回避”。但是到了 1988 年夏天，不知什么缘故，他的“大脑与眼睛突然建立了联系”，接着一发而不可收，仅仅几个月的时间就向可口可乐投进了 10 亿美元。

◆ 看到了完全的成长潜力

尽管说可口可乐股票是“世界上最有价值的股权”，大概巴菲特也知道自己错过了买入的时机，那么他为什么还要在 1988 年买入呢？这很难解释。对投资行为进行说明并不是巴菲特的本职工作，我们只能依靠猜测去探寻其真正的理由。我认为，巴菲特是看到了可口可乐公司“完全的成长潜力”。

表 8－2　可口可乐的每股盈利（EPS）、股价、市盈率（PER）

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
EPS	0.2	0.23	0.3	0.305	0.355	0.55	0.51	0.605	0.63	0.835	0.99
股价(美元)	2.60	3.52	4.72	4.77	5.58	9.66	11.63	20.07	20.94	22.32	25.75
PER	13.0	15.3	15.7	15.6	15.7	17.6	22.8	33.2	33.2	26.7	26.0

首先，我们看一下 1984 年以后的 PER 的变化（见表 8－2）。巴菲特购入可口可乐股票的 1989 年，已经是其十多倍市盈率（PER）的最后时刻，从第二年开始，其市盈率（PER）就跳跃到了二十多倍。这意味着可口可乐股票将得到投资者们的超出以往的高度评价，并且其中一个重要理由，就是可口可乐的“成长潜力”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8－3　可口可乐的销售额和增长率（百万美元,%）

（百万美元，%）

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
销售额	5,442	5,879	6,977	7,658	8,065	8,622	10,236	11,572	13,074	13,963	16,181	18,018
增长率		8.0	18.7	9.8	5.3	6.9	18.7	13.1	13.0	6.8	15.9	11.4

表 8－3 是从 1984 年到 1995 年可口可乐的销售额变化及增长率，可以发现，1990 年是个界限，那以后的销售额基本以两位数的速度增长，企业从此为之一变。我们在这里且不讨论它发生变化的理由，我想巴菲特肯定是出于某种原因，至少他认为自 1990 年以后的数年间，可口可乐有望以两位数的速度实现增长。

如果成长潜力强，增长率高，股价通常会上涨。让我简单说明一下股价为什么会上涨吧。其实有好几个说明方法，我们这里只讲最简单的。例如有一家公司，在今后 5 年的时间里每年的销售额都以 5% 的速度增长。如果其每股盈利（EPS）今年是 1 美元，明年则是 1.05 美元，后年则是 1.10 美元，5 年后变成了 1.28 美元。然后将 5 年后的每股盈利（EPS）代入市场平均的市盈率（PER），例如乘以 15 倍，可以大致预测出股价，所以这家公司的股价就是 19.2 美元。

但是，由于某种原因，增长率不是 5% 而是 15%，那么 EPS 第一年是 1.15 美元，第二年是 1.32 美元……到了第五年就成了 2.01 美元，这个数字再同样乘以 15 倍就是 30.17 美元。于是这个公司的股票估价就会一下子上涨了 50%。

就像上述情况一样，一旦成长潜力不同，即使是同一家公司，股价出现大幅度变化也是理所当然的。巴菲特发现了可口可乐公司有飞跃向上的成长潜力。1988 年年末的时候，可口可乐公司的股票占其整个投资组合的 20%，到 1989 年年末就成了 35%，堪称巨大的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如巴菲特所说，成长潜力只不过是价值评估的构成要素之一，单纯探讨成长股和价值股的区别、成长股投资者和价值股投资者的区别是没有意义的。不过现在可以发现，如果一定采用世间的流行用语，那么巴菲特就和我们通常所看到的不一样，他其实是“成长股投资者”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章 1989 年

最初 25 年来的错误（精华版）

◆用 25 年时间去发现“优秀企业”

在 1987 年度的《致股东的信》中，巴菲特这样自嘲道：

必须注意的是，你们的董事长是个非常善于学习、反应敏锐的人，仅用 20 年时间就认识到了投资优秀企业的重要性。在这 20 年的过程中，我一直在探求“大路货”，不幸的是还真的让我找到了一些，我所得到的惩罚就是接受那些短线操作那些农机具制造商、三流百货公司以及新英格兰的纺织工厂对我的教育。

在 1989 年的年度报告中，他这样写道：

套用罗伯特·本奇利的名言：“一个养过狗的少年恐怕只能学到忠诚、忍耐，还有滚三圈再在地上躺好”，这就是经验典范的局限，不过尽管如此，再犯下一个错误之前，最好先反思一下以前的错误。所以让我们花点时间回顾一下过去 25 年的经验。

以此为开端，他以回顾“25 年来的错误”的形式，直率地总结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了他的失败与教训。让我们详细读一下。

◆“烟蒂投资”的经验

最初的错误，当然就是买下了伯克希尔。虽然我很清楚纺织这个产业没什么前途，但其价格实在很便宜。1965 年投资伯克希尔的时候，我虽然已经意识到这终究不是理想的投资，但以前弄得还算不错。

这段表白有着深远的意义，它表示巴菲特在开始真正投资还不到 10 年的时间里，就知道了所谓“烟蒂”投资实在不太好。尽管如此，如果用常年流行的“烟蒂”观点来考察，伯克希尔也还是很有吸引力，他未能经受住诱惑而买下了它。

我将这种投资称之为“烟蒂”投资法。意思是通常路边的烟头仍旧可以捡起来吸上一口，而有些股票也可以用“烟蒂”的价格买来，也能赚到“吸上一口”那么多的利润。只要买入的价格足够低，企业的命运也会受益于“烟蒂”的价值，还是能够赚上一点然后逃掉的。

不过，除非你是清算专家，否则购买这类公司实属傻瓜行径。第一，纵然最初看起来是个“烟蒂”，但它的问题层出不穷，结果很快变得连“烟蒂”也不是了。厨房里的蟑螂绝不会只有你看到的那只而已。第二，就算你赚到了一点钱，例如用 10 年时间赚两成的话，那也仅仅是成本稍稍上升一点的程度，很快会被抵消掉。时间虽然是优秀公司的朋友，但却是平庸公司的敌人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在我说出来的听上去似乎是很简单的道理，而我却是反复经历了惨痛的教训后才弄懂，其中一个惨痛的教训就是在买下伯克希尔不久之后，我又购买巴尔的摩百货公司、Hochschild Kohn。它们的股价比内在价值要便宜得多，经营者也属一流，并且其中还包含房地产未实现的收益，也符合后进先出法的存货会计原则。我什么都没有漏掉。可是，结果怎么样呢？三年之后，我很幸运地以进价卖出。与这家企业的联姻总算得以结束，当时我的心情正像那首乡村歌曲所唱的，“我的老婆和我的朋友跑掉了，即使现在我仍旧怀念他们。”

所以，以适当的价格买下一家优秀公司要比用便宜的价格买下一家平庸的公司要好得多。查理早就明白这个道理，而我则属于大器晚成型。不过，如果现在去投资公司或股票时，我们不但选择最好的公司，同时还要求这些公司有优秀的经营团队。

◆ 专挑一尺高的栏杆

继而，巴菲特还举例称“优秀的骑手如果驾驭优秀的赛马可以取得优异的成绩，可他如果骑上一匹劣马成绩就不一样了。”不管多么优秀的选手也无法在流沙中奔跑，这就是现实中的教训。

所以相关教训就是，“简单最重要”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9－1　1989 年的投资组合

1989	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Capital Cities/ABC, Inc.	3,000,000	0	517,500	0	1,692,375	605,625
	GEICO	6,850,000	0	45,713	0	1,044,625	195,225
	Washinton Post	1,727,765	0	9,731	0	486,366	122,240
	Coca-cola	23,350,000	9,177,500	1,023,920	431,380	1,803,787	1,171,339
	FHLM	2,400,000	0	71,729	0	161,100	486,366
	Total			1,668,593		5,188,253	

25 年来，在非常坎坷的企业收购与管理过程中，查理和我虽然还是没能学会如何去解决困难的企业经营问题，不过我们学会了怎样避免难题。如果说我们取得了一定的成功，那绝不是因为我们有跨越两米高马栏的能力，而是我们专挑那些能跳得过去的一尺高的低栏。

可能会有人说这种办法不太公平，不过在一般的商业与投资的世界里，坚守简单易懂的公司远比去解决问题更赚钱。当然，我们有时也必须去解决困难。就如同以前的美国运通或 GEICO，伟大的企业在面对暂时的可以解决的问题时，正是进行投资的大好时机（见表 9－1)。这是事实，不过从整体上看，相比于冒险去屠龙，尽量回避它显然更好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章　1990 年

富国银行

◆不要孤注一掷

对于关注巴菲特的投资者们而言，1990 年是一个非常有趣的年份（见表 10－1）。10 月 24 日，西海岸的中心银行富国银行（Well Fargo & Company：WFC）宣布，巴菲特现在成了他们持股 10% 的大股东。

表 10－1　1990 年的投资组合

1990	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Capital Cities/ABC, Inc.	3,000,000	0	517,500	0	1,377,375	(315,000)
	GEICO	6,850,000	0	45,713	0	1,110,556	65,931
	Washinton Post	1,727,765	0	9,731	0	342,097	(144,269)
	Coca-Cola	46,700,000	23,350,000	1,023,920	0	2,171,550	367,763
	FHLM	2,400,000	0	71,729	0	117,000	486,366
	Wells Fargo	*5,000,000*		*289,431*		*289,375*	
	Total			1,958,024		5,407,953	

消息中用了“现在”这个词，是因为当时巴菲特经过与美国证券交易委员会（SEC）的谈判，取得了最多购买富国银行已发行股份 22% 的许可。而实际上，巴菲特一直在持续买入，到了 1993 年，其持股总数达到 6791218 股，投入总金额为 4.23 亿美元。如图 10－1 所示，箭头所指的地方正是他买入的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 10－1 富国银行的股价走势图（1987～1997）



1990 年 9 月，在富国银行的股票大幅下跌了 10 个月的时候，巴菲特首先花一大笔买进了 500 万股（图 10－1）。可是，这里有一点必须注意，那就是和他的其他投资一样，巴菲特从不孤注一掷。听到富国银行发布的巴菲特买入的消息，人们可能会感到突然，而实际上从 1989 年起，巴菲特就已经开始试探性地买入了。他的模式是如果下跌就更要多买，于是在真的下跌时就孤注一掷。对富国银行的投资可以说是一个典型。

而后，1992 年 8 月和 12 月买进 135 万股，1993 年 11 月又最后买进 43 万股，总计持股 6791218 股。如果根据这份长期走势图回顾过去，似乎巴菲特对富国银行股票不必有任何担忧，可是我们看看短期详细的走势，至少有两三个月时间，且不说他是否担忧，的确是存在负担预亏（实际未亏损）的时期。看一下微观走势图，巴菲特成为持股 10% 的大股东的消息发布前后，虽然几乎是最低值的时刻，但如图 10－2 所示，因为投资成本与采用年末股价的公允价值相一致，把分红和股票分割的因素也考虑进去的话，巴菲特当时的出价 57.89 美元（2 亿 8943 万 1000 美元 ÷ 500 万股）正好相当于图中年末股价的 2.9 美元（图 10－2 中所画的横线）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 10－2　1990 年代初富国银行的股价走势



股东构成发生变化的报告，一般在 3 个月之前就做好了。这样看来，实际上巴菲特买入 WFC 的时间是在 10 月 24 日的 3 个月之前，即 7 月 24 日双方讨价还价的时候（图 10－3 中的阴影部分）。形势究竟会如何变化？至少在 9 月、10 月、11 月是存在预亏（实际未亏损）可能的。这时巴菲特还有过“可能把加利福尼亚的楼市行情估计得稍有些乐观了”的言论，或许他想过自己买得有点早了吧。

图 10－3　谈判及买入的时间点



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆ 最早感知经济恢复的倾向

很幸运，后来股价基本上就是直线上升了，正如我们前面所说，巴菲特觉得 500 万股还不够，于是继续买入。1993 年 11 月股价稍稍下调的时候是他最后一次买入，这时巴菲特看到了什么呢？是什么使他增持呢？让我们看一看当时已经发布的最新 10K，也就是 1993 年度的 10K 报告（SEC 年度报告），以及企业年度报告。

1993 年度的年度报告是 1994 年 3 月发布的。说起 1994 年，后来我们可以看到，股指在 4 月筑底然后反弹，可是整体经济还远远没有稳定，到了年末，加利福尼亚州橙郡的基金经理因债券经营出现巨额亏损，导致橙郡申请破产。总之，1994 年是非常不稳定的一年。

尽管楼市行情仍旧低迷，但从 WFC 的年度报告可以看出，至少同行的财务调整已经接近尾声，而加利福尼亚的经济也显现出恢复的征兆。

例如，因楼市调整，1991 年出现了 1.05 亿美元的亏损，而到了 1993 年，这个数字降到了 6000 万，还有，面向商业楼盘的贷款已经由 1991 年的 139.43 亿美元下降到了 1993 年的 99.01 亿美元。

> 虽然美国（尤其是加利福尼亚）还没有从持续数年的商业不动产供给过剩的泥潭中脱身，但流动性已经出现了向不动产市场，尤其是购物中心、百货商场回流的征兆。很多开发商都是通过资本市场来筹集资金的，已经有好几家银行对他们的项目表现出了积极的姿态。

关于不动产，巴菲特认为最艰难的时期已经过去。现在美国及世界都存在着所谓次贷问题，其象征可以说是 CDO（Collateralized Debt

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Obligation，债务担保证券）这种证券化债券，而在 20 世纪 90 年代初震撼美国金融界的问题之一则是被称为 HLT（High Leveraged Transactions）的高杠杆贷款。1992 年在 WFC 中的这种 HLT 金额为 10.58 亿美元，不过到了 1993 年，这个数字就已经减半，下降到了 5.04 亿美元。

1992 年 WFC 的自有资本是 38.09 亿美元，到了 1993 年则上升到了 43.15 亿美元，自有资本的比率从 7.25% 上升到 8.21%，得到了大幅优化。本来靠举债经营的商业银行能够在一年之内把自有资本比率提升将近一个百分点非常不容易，对这样的成果应该给予高度评价。

◆ 不要理会周围的意见，实施稳健的投资

综上所述，可以说整体经济已经度过了最艰难的时期，而 WFC 的行情无疑先行了一步，财务要素得到优化加强。在这种形势下，1993 年年末的业绩，用股价评判的 12.8 倍的 PER 肯定会向下走（在巴菲特最后买入的 1993 年 11 月，这是一个顺理成章的推测）。虽然还远远不及 1990 年地板上的 4.3 倍的 PER，但是根据上述的经济恢复的基调对以后保持乐观的话，那么就可以积极期待 EPS 的率先增加。因而如果用 1994 年以及 1995 年的预计 EPS 去计算 PER，的确是较低的水平（见表 10－2）。

表 10－2　1990～1995 年的股价指标

	1990/12	1991/12	1992/12	1993/12	1994/12	1995/12
EPS	13.39	0.04	4.44	10.1	14.78	20.37
股价（美元）	57.88	58.00	76.37	129.38	145.00	216.00
PER	4.3	1450.0	17.2	12.8	9.8	10.6
股息（美元）	3.90	3.50	1.50	2.25	4.00	4.60
加算利息分红（%）	6.74	6.03	1.96	1.74	2.76	2.13

实际上，1994 年和 1995 年的 EPS 分别为 14.78 美元和 20.37 美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，如果能正确预测到这个数据，那么在1993年12月末的预计PER就是8.75倍和6.35倍，股价仅仅是把它们采纳进去而已，因此是可以做出高低判断的。像WFC那样的优秀企业，如果PER只是6.35倍的话，不论是谁都会觉得便宜。所以，在巴菲特1992年年末买入后，到1993年年初，在准备“致股东的信”的时候，股价就连续不断地上涨，而后表现出一定颓势（图10－4，阴影部分），到了年末，股价有所回落，于是巴菲特再次突然出手买入。我们前面已经说过，巴菲特可以购买WFC不超过22%的股权，但最后仅仅买到12.2%（后来他的持股比率有所上升，但那是因为WFC回购本公司股票导致股票数量减少的缘故）。

图10－4　顺利上涨的股价（富国银行）



另外，后来的股票价格一直在顺利上涨，如前所述，后来就可以看出这是非常简单的（No brainer），可是当时的确有人对巴菲特的部分投资表示极大的怀疑。

例如，巴菲特的投资传开后不久，以卖空闻名的Feshback Brothers公司的Tom Barton说，“WFC是一只死鸭子”，“在所有银行中持有最多的不动产余额，WFC的股价将跌到十几美元上下”，认为股价将下跌到当时价格的1/3左右（1990年11月1日，《华尔街日报》）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有巴伦斯杂志的 John Liscio 说，“如果巴菲特这次真抄到了银行股的大底，`那就没有必要在他的遗产由谁来花费的问题上伤脑筋了”(1990 年 10 月 29 日)。证券分析人士 George Salem 将“巴菲特没有弄懂的是，为什么就连马克·施皮茨[1]也不能横渡台风肆虐中的大洋”这句话，作为分析意见写给了自己的客户。

对于这些意见，巴菲特只说“我们走着瞧”，而现在我们看到的则是，股价非但没有跌倒 1/3，反而在一年时间里上涨了 3 倍。

---

[1] 马克·施皮茨（Mark Spitz），美国游泳运动员，1950 年生，曾获 9 枚奥运金牌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章　1991 年

明星企业投资与凯恩斯的集中投资

◆明星企业在哪里?

1991 年，巴菲特第一次开始了海外投资，即因吉尼斯黑啤酒而闻名的吉尼斯公司（见表 11－1）。此外还有一家新投资的公司，专门生产剃须刀的吉列公司。有人评价他的投资组合为“瑞普·凡·温克尔型投资”[1]，说它十年如一日，几乎很少变化。不过，巴菲特投资的本意却是在寻找“明星企业”。

表 11－1　1991 年的投资组合

1991	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Capital Cities/ABC, Inc.	3,000,000	0	517,500	0	1,300,500	(76,875)
	GEICO	6,850,000	0	45,713	0	1,363,150	252,594
	Washinton Post	1,727,765	0	9,731	0	336,050	(6,047)
	Coca-Cola	46,700,000	0	1,023,920	0	3,747,675	1,576,125
	FHLM	2,400,000	0	71,729	0	343,090	226,090
	Wells Fargo	5,000,000	0	289,431	0	290,000	625
	Gillette	*600,000*		*600,000*		*1,347,000*	
	Guiness PLC	*264,782*		*264,782*		*296,755*	
	Total			2,822,806		9,024,220	

[1] 《瑞普·凡·温克尔》是美国作家华盛顿·欧文的短篇小说，讲主角误入深山，同一群奇怪的老人相遇，之后回家发现现实中时间已经过去了几十年，他女儿都变成老太太了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 我们还是在继续寻找大企业，那种令人容易了解、具有持续性且由能力卓越、重视股东利益的经营团队管理着的让人垂涎三尺的企业。但是，只有这些优点还是不能保证投资成功。我们还要以合理的价格投资购买，并且在得到预计中的成果以后，我们才可以说取得了成功。只有这样的投资路径——投资明星企业，才是我们抓住成功机会的唯一手段。

这里提到了“大企业”一词，是因为巴菲特的投资规模本身非常大，纵然是投到小企业之中也是迫不得已。只是基于这样现实的理由，巴菲特才寻找大企业。有的中小企业即使是“明星企业”，能否成为投资对象也需要仔细确认。那么，为什么说投资明星企业是抓住成功机会的唯一手段呢?

他认为仅靠查理和他，将远远称不上伟大的企业买进卖出，以此来取得成功显然不妥。

> 当然，除了表示自谦外还有一些挖苦的成分。巴菲特接着说，“我们也不认为其他人能以这种小蜜蜂飞到西、飞到东的方法取得成功，事实上我们认为，如果将这些短线进出如此频繁的机构投资者称为投资家，就好像是把一个家伙每天寻找一夜情称为浪漫一样。”

◆“用分散投资来限制风险”是错误的考虑（凯恩斯）

英国的经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）作为投资者也闻名遐迩，不过据巴菲特讲，1934 年 8 月 15 日，凯恩斯给他的商业伙伴 F. C. 斯考特（F. C. Scott）写了这样一封信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 随着时光流逝，我越来越相信，正确的投资方法是将大部分的资金投入到自己十分了解的公司，而且他们有着能够完全信任的经营管理团队。那些将资金分散到自己不懂且没有特别信心的一大堆公司，然后考虑控制风险的做法是错误的。……一个人的知识与经验是有限的，就我个人而言，我几乎不能一下子说出两三家以上有着完全自信的公司。

说起凯恩斯的投资，以“美女投票论”最为有名（详见拙著《互联网时代的投资学》，日本经济新闻社），而出人意料的是，实际在个人投资上大家则完全采用巴菲特式的投资，至少认为他的办法不错。可是，这还是可以称为慧眼吧？如果凯恩斯活到今天，他一定和巴菲特一起，对“随机游走论”❶ 等“现代”投资理论予以尖锐批判。

---

❶ 资本市场上资本价格行为的第一个模型就是随机游走模型。随机游走模型最早发现资本市场的价格是不可预测的。“随机游走”描述的是这样一个情景，一个人站在一条直线上，现在他只能向左或向右走，只有两个方向可以选择。根据概率论的知识我们可以知道他向左迈出一步和向右迈出一步的概率是相同的，因而在走了足够多的步数后他应该回到原点，这就是所谓随机漫步或随机游走的基本理论基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 12 章　1992 年

冗长的“价值投资”

◆成长是构成价值的一个要素

在 1977 年的年度报告中，巴菲特提出了投资的四个标准（第 1 章）。但是在 1993 年 3 月 1 日写就的 1992 年的年度报告《致股东的信》中，他将其中的一项“吸引人的价格（an attractive price）”改成了“非常吸引人的价格（a very attractive price）”。表 12－1。

不厌其烦地增加一个词，与不增加这个词有什么具体区别呢？巴菲特没有作出说明，不过当时股市的高值不断更新，他想说的肯定是不要追涨，因为整体很高，稍微便宜点的也要看它便宜的程度，其危险性令人毫无办法，只能仅买那些看起来绝对便宜的品种。

表 12－1　1992 年的投资组合

1992	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Capital Cities/ABC, Inc.	3,000,000	0	517,500	0	1,523,500	223,000
	GEICO	34,250,000	27,400,000	45,713	0	2,226,250	863,100
	Washinton Post	1,727,765	0	9,731	0	396,954	60,904
	Coca-Cola	93,400,000	46,700,000	1,023,920	0	3,911,125	163,450
	FHLM	16,196,700	13,796,700	414,257	342,528	783,515	440,425
	Wells Fargo	6,358,418	1,358,418	380,983	91,552	485,624	195,624
	Gillette	600,000	0	600,000	0	1,365,000	18,000
	Guiness PLC	38,335,000	38,070,218	333,019	68,237	299,581	2,826
	Total			3,325,123		10,991,549	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

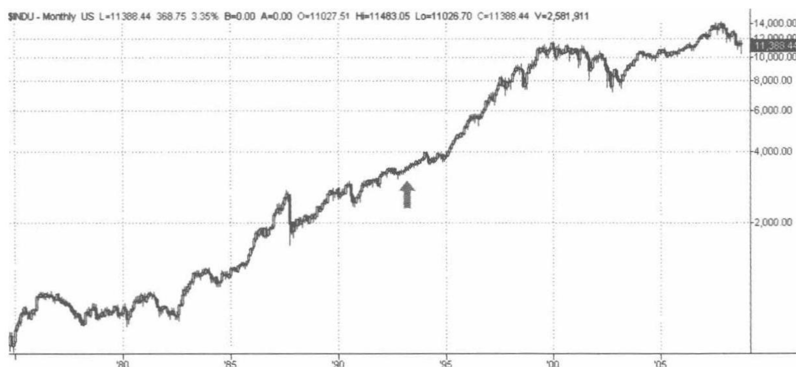
那么与此相对，巴菲特认为什么才是“有吸引力”的呢？他做了如下论述：

在回答这个问题时，很多分析师通常认为“价值法”与“成长法”是对立的方法，只能在两种方法之中二选一。基本上我们认为这两种方法本为一体，也就是说，成长往往是计算公司价值的要素之一，是一个变量，这个变量有时很重要，有时忽略也可以，它所造成的影响有时可能是正面的，也有时可能是负面的。

此外，我们也认为所谓的“价值投资”根本就是废话，若是所投入的资金不是为了换取追求相对应的价值的话，那还算是投资吗？明明知道所付出的成本已经高出其所应有的价值，而只是寄望在短期之内可以用更高的价格卖出根本就是投机的行为（当然这种行为一点都不会违法，也不违反道德，但是就我们的观点来说，绝不是能赚钱的买卖）。

尽管如此，“价值投资”这个词还是常常被人引用，一般而言，它代表投资人以较低的 PBR 或是 PER，或是高股

图12-1　道琼斯工业平均股价的推移（1975~）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息收益率买进投资标的，很不幸的是，就算是具备以上所有的特点，投资人还是很难确保所买到的投资标的确有此价值，从而确信他的投资是依照取得企业价值的原意在进行；相对地，以较高的 PBR 或是 PER，或是低股息收益率买进投资标的，也不一定就不是一项有“价值”的投资（图 12－1）。

◆ 成长对投资者有害的两个案例

我们将在第3部论述价值的计算，探求如果成长给公司价值带来负面影响时的后果。且不论成长的高低，它通常是不是积极的因素呢？

同样的企业成长，其本身未必能告诉我们企业的价值，当然成长通常会对价值有正面的影响，有时还占相当大的比率，但这种影响相当遥远。例如，投资人将大笔的资金投入到航空公司，不过是在支持一些不能获利（甚至更糟）企业的成长，对于这些投资人来说，应该会希望莱特兄弟当初没有驾着“小鹰”号成功起飞：航空产业越发达，这些投资人就越悲惨。

成长对投资人有利的只是，因该企业的吸引力，可以期待将来递增的回报。相反，如果投资了那些有着递增的资金需求而回报却很低的企业，成长对于投资人来说反而是有害的。

在这里，我们可以举出两种“成长对投资人有害”的案例。一种是“不能获利的成长”。在互联网泡沫时代的部分高科技企业，仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从销售额上看就知道他们不能获利，只要自己小心，避免上当受骗并非难事。另一种是“对为了成长而设置的设备投资挥霍无度”的企业。例如某些电缆公司或电话公司，为了成长、竞争和生存，忽略企业发展的平衡，不顾一切地设置光导纤维电缆（可参考第 2 部第 2 章)。

不管怎样，人们总是认为成长的影响往往是正面的，然而，那只是企业的总经理或员工的看法，而对投资人而言，应该记住“企业的吸引力仅在于可以期待递增的回报”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 13 章　1993 年

套利的错误

◆为什么要卖掉“宝珠”?

在巴菲特 1993 年的投资组合里（见表 13－1），卖出了一部分大都会（Capital City）和 FHLM，增持了吉列，但是主要的投资品种却没有改变。“难道伯克希尔的经营团队昏迷了吗?”巴菲特这样说，“但是我们坚持认为，放弃那些易于理解表现精彩的企业是愚蠢的。”

> 母公司不会单纯因为价格因素就将旗下的明星子公司卖掉，如果要卖掉的话，“为什么?”公司总裁一定会问，“为什么要把我皇冠上的宝珠给变卖掉?”，不过同样是这位总裁，当场景转换到其个人的投资组合时，他就会在经纪人的怂恿下，毫不犹豫甚至是急匆匆地从这家公司换到那家公司。

近来，通过互联网进行投资成为主流，和以前相比，与证券公司经纪人进行的交流或许变少了，然而，总有人不说话就不舒心，另一方面，即使不在互联网上获取信息，却还是有数不胜数的人找上门来主动为你提供咨询。

他们有一句话很能打动人心，就是“你不会因获利而破产”。虽然总是有人发生亏损或遭到强行平仓，可是将存在评估收益的股票出售的确不可能破产。如果经纪人说，“你不会因获利而破产，现在可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13－1　1993 年的投资组合

1993	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Capital Cities/ABC, Inc.	2,000,000	-1,000,000	345,000	(172,500)	1,239,000	(284,500)
	GEICO	34,250,000	0	45,713	0	1,759,594	(466,656)
	Washinton Post	1,727,765	0	9,731	0	440,148	43,194
	Coca-Cola	93,400,000	0	1,023,920	0	4,167,975	256,850
	FHLM	13,654,600	-2,542,100	307,505	(106,752)	681,023	(102,492)
	Wells Fargo	6,791,218	432,800	423,680	42,697	878,614	392,990
	Gillette	24,000,000	23,400,000	600,000	0	1,431,000	66,000
							因为公司重组、所以没有大量购入
	Guiness PLC	38,335,000	0	333,019	0	270,822	(28,759)
	Total			3,088,568		10,868,176	

以套利，然后购入其他低价品种。”那么，纵然是信中提到的那位总裁也未必经受得住诱惑。但是巴菲特说，“这恐怕是最糟糕的咨询师了”。

◆企业的经营原则同样适用于股票投资

你能想象总裁说“获利不会导致破产”，向董事会建议卖掉正在盈利的明星子公司吗？我们认为，适用于企业经营的原则也同样适用于股票投资，投资人在持有一家公司的股票所展现的韧性应当与一家公司的老板持有公司全部的股权一样。

对于巴菲特所谓的明星企业可以举一个例子，那就是可口可乐。

到 1938 年，具有 50 年历史的可口可乐就已经成为美国的代表性标志。当时《财富》杂志发表文章，写到“每年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都会有许多重量级的投资人看好可口可乐，并对于其过去的辉煌纪录表示敬意，但也都做了自己发现太晚的结论，认为该公司已达巅峰，前方的道路充满了竞争与挑战。”没错，1938 年确实充满了竞争，而 1993 年也是，不过值得注意的是 1938 年可口可乐一年总共卖出 2.07 亿箱的饮料（若是将当时加仑装改成现在 192 盎司的箱子），但是到了 1993 年该公司一年卖出饮料高达 107 亿箱，对这家当时已经成为市场领导者的公司，在后来将近 50 年的期间总共又成长了 50 倍，对于 1938 年加入的投资者来说，狂欢仍旧没有结束，虽然在 1919 年投资 40 美元在可口可乐股票的投资人（含将所收到的股利再投资），到了 1938 年可获得 3277 美元，但是若是在 1938 年重新以 40 美元投资可口可乐股票，时至 1993 年底，还是照样可以成长到 2.5 万美元。

出售上涨股票的人认为“已经是高点了”，所以才卖出，反过来，购买股票的人认为“还会接着涨”，所以才买进。换一种说法，卖出的人认为“买入已经太晚了”，而买入的人则认为对方“卖出得还是太早”。如果用“早卖”或“迟买”这样的词，正好可以表现出股票买卖的两个方面。

也可以说，巴菲特认为，自己买进可口可乐这样的企业“并不太晚”，已经持有该企业股票的人不应该“卖得这么早”，还没买进的人再不动手的话恐怕要“太晚了”。

实际上，巴菲特在买进可口可乐的时候是在 1988 年，当时已经是《财富》杂志发表那篇文章的 50 年以后了，恰好是可口可乐创立 100 周年，他开玩笑说：“这次的可口可乐投资是你们的董事长（指巴菲特自己）表现自己难以置信的‘敏锐’的案例之一。”但是从以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后股价的表现看，他简直没有必要那么“敏锐”。

不言而喻，这里指的是像可口可乐这样“长期保持优势地位”的企业，如果不是这样的企业，那还是趁早卖掉的好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 14 章　1994 年

“很难因投资而亏损”

◆投资与难易度无关（简单最重要）

彼得·林奇说“投资使用粉笔就能讲清楚”，巴菲特说，“真正的大笔投资方案通常可以用简短的文章表述清楚”。实际上，相对于简短的说明文章，巴菲特这里只准备了几道选择题：

□具有可持续的相对优势；
□卓越的对股东负责的经营团队；
□适当的价格。

只需考虑在这几道选择题前是不是打“×”，而不必用粉笔在黑板上涂抹了。他说，“如果能在企业具有这些特征时买进，那么很难出现错误投资。”接着他又列举了理所当然却容易被投资人抛在脑后的事实。

> 投资人必须谨记，你的投资成绩并非以奥运跳水比赛的方式评分，难度高低并不重要，你正确地投资一家简单易懂而具有持久竞争力的公司所得到的回报，与你辛苦地分析一家变量不断、复杂难懂的公司可以说是不相上下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 14－1　1994 年的投资组合

1994	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Capital Cities/ABC, Inc.	2,000,000	0	345,000	0	1,705,000	466,000
	GEICO	34,250,000	0	45,713	0	1,678,250	(81,344)
	Washinton Post	1,727,765	0	9,731	0	418,983	(21,165)
	Coca-Cola	100,000,000	6,600,000	1,298,888	274,968	5,150,000	982,025
	FHLM	12,761,200	-893,400	270,468	(37,037)	644,441	(36,582)
	Wells Fargo	6,791,218	0	423,680	0	984,727	106,113
	Gillette	24,000,000	0	600,000	0	1,797,000	366,000
	Guiness PLC	0	-38,335,000	0	(333,019)	0	(270,822)
	American Express	*27,759,941*		*723,919*		*818,918*	
	Gannettt Co	*6,854,500*		*335,216*		*365,002*	
	PNC Bank	*19,453,300*		*503,046*		*410,951*	
	Total			4,555,661		13,973,272	

没有必要特地去搞那些非常困难的投资，这过程中的错误与失败的可能性当然更高，巴菲特认为只要坚守简单的投资就能够赚钱。关于买入价格（见表 14－1），他说：

对于买进股份我们关注的是价格而不是时间，我们认为，因为忧虑短期不可控的经济或股市变量而放弃买进一家可合理预期长期前景的好公司是一件很愚蠢的事，为什么仅仅因为短期未知的猜测就放弃一个很明确的投资决策呢？

◆ 追加投资优先于打新股

再具体地说一说。

我们分别在 1967 年买进国家产险公司、1972 年买下喜斯糖果、1977 年买下《布法罗日报》、1983 年买下内布拉斯加家具店、1986 年买下史考特飞兹，而我们都是趁它们难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得的求售时才得以买进，当然也因为它们的开价我们认为可以接受，当初在评估每个案子时，我们关心的不是道·琼斯指数的走势、美联储的动向或是总体经济的发展，而是这些公司本身未来的前景；而如果我们觉得这样的方式适用于买下整家公司的话，那么每当我们决定要透过股市买进一些公司的部分股权时，为什么就改变韧性，采取不一样的做法呢？

这样买进的就不一定非是新上市品种不可，而是可以继续增持已有的投资品种。

在寻找新的投资标的之前，我们选择先增加旧有的投资，如果一家企业曾经好到让我们愿意买进，我想再重复一次这样的程序应该也是相当不错的选择。如果有可能，我们很愿意再增加对喜斯糖果或是史考特飞兹的持股，但要增加到 100% 的比例实在是有困难，不过在股票市场中，投资人常常有很多的机会可以增加他有兴趣的公司持股，像是去年我们就扩大了我们在可口可乐与美国运通的持股数。

◆ 美国运通的投资轨迹

下面，让我们看一看巴菲特增持美国运通（American Express Company：AXP）的过程，这是一个非常好的案例。

1994 年，巴菲特以伯克希尔公司的名义首次大笔购入美国运通（图 14－1 的椭圆阴影部分），虽然他“关注的并不是时间”，但通过后来的走势图我们看到，很明显巴菲特是恰好在上涨前买入的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

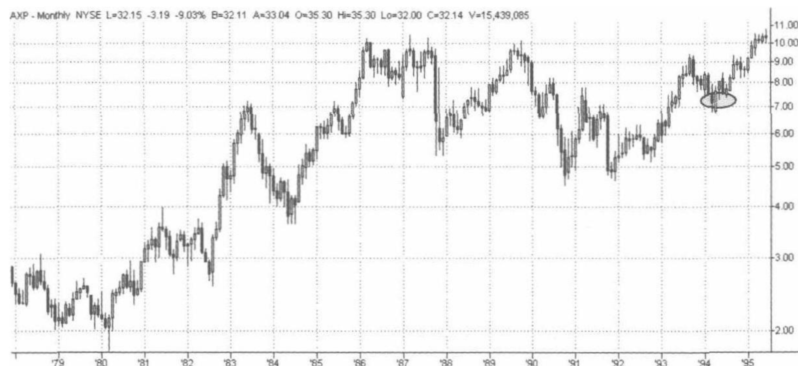
图 14－1　美国运通的股价走势（1992～2008）



现在我们往回看，会认为这是多么轻松的投资啊，可是具体到当时的情形，就像图 14－2 所示的那样，在过去的 10 年里它仅仅是一支上下波动的股票，对观察走势的人而言没有任何吸引力。

如果讨论买入时间的话，那么巴菲特在 1995 年也增持了一大笔，价格为 28 美元，2000 年经过 3∶1 的股票分割，价格正好是 9 美元。他在 1995 年的新年之初，该股就要向最高值冲顶的时候买入。

图 14－2　美国运通的股价走势（1978～1995）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 14－3　美国运通的股价走势（1992～2003）



这就是巴菲特"关注的是价格而不是时间"的好处。具体到美国运通，在决定究竟什么时候进场那一刻，巴菲特看到了什么呢（见图 14－3）？

答案就在 1994 年的年度报告里，或者也可以读读 10K（http：//www.sec.gov/Archives/edgar/data/4962/0000004962－94－000006.txt），我们从中可以看一看巴菲特买入前后的 EPS、股价（年底收盘价）、PER 的变动（表 14－2）。

表 14－2　美国运通的股价指标

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
EPS（ドル）	2.70	0.34	1.59	1.58	2.30	2.68	3.11	3.57
株価（ドル）	34.88	20.63	20.50	24.88	27.25	29.50	41.38	56.50
PER	12.9	60.7	12.9	15.7	11.8	11.0	13.3	15.8

巴菲特买入美国运通的时候是 1994 年春天以及 1995 年年初，他看到 1993 年的 EPS 为 2.30 美元，预测 1994 年度可能达到 2.68 美元。当然，这只是短期业绩，绝不是用这种预期来决定投资，尽管如此，因为 1994 年的购买价格为 26.08 美元，1995 年是 28.16 美元，根据当时的 PER，1994 年度的 EPS 正常预测为 9.7 倍或 10.5 倍，于是买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进。如果 1 月正确预测到 1995 年年初的 EPS，就可以在 9 倍时买进。

顺便说一下，1993 年中，美国运通的子公司雷曼兄弟控股公司（Lehman Brother Holdings Inc.）出售了它的零售证券事业部和抵押凭证事业部，可是 1994 年，美国运通董事会决定用瘦身后的雷曼兄弟进行资产分派，并于 5 月实施。另一方面，下调对信用卡结算的第一数据公司（First Data Corporation）的持股比例，这可以说是整顿体制，致力于旅行支票和信用卡等主业部门的举措。见图 14－4。

图 14－4　美国运通的买进时机



通过子公司插手各类事业，使业态分散开来，极端地讲，虽然比单一业务能够降低风险，但是反过来，对外部而言，甚至对内部也是如此，就是难以洞察，这当然是个缺点。巴菲特一贯厌烦“看不懂”的东西，而业态单纯化的美国运通无疑变得易于投资了。

还有个疑问。1995 年年初是非常好的增持时机，如果决心最后取得所有权，无论如何都要买进的话，为什么不在前一年年中的时候就一下子买好呢？对于这一点，恐怕还是因为巴菲特本来就推行神秘主义，喜欢在不为人知的条件下投资赚钱。或许他也有这样的考虑，就是在 1995 年年初买入就不必在 1994 年的年度报告中宣布，如果可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以大幅增持，即使宣布也是下一年了，这整整一年的时间里他都可以悄悄地买进。

并且，虽然 1994 年和 1995 年的投资额几乎相同，但也许巴菲特本来是想一次买进的，可虽然有这个打算，一次投入可能造成股价突然飙升，结果就无法继续购入了——我想这或许更接近真相。

我们普通的投资者，动辄就把眼睛盯在新的投资品种上，经常把已经持有的股票晾在那里，而巴菲特的风格是“正是在已持有的股票中才有机会”，这绝对是巴菲特体系的内容之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 15 章 1995 年

回味"卖早了"的愚蠢

◆GEICO 的完全子公司化

前六个品种中有五个没变，"瑞普·凡·温克尔型投资"仍在继续。——在 1995 年的年度报告中，巴菲特这样自我评价。不过正如同前面看到的那样，巴菲特大幅增持了美国运通，根据时价它已经排到了第五位（见表 15-1）。

在 1995 年的运营中，不管怎么说 GEICO 的子公司化都应该排在第一位（1995 年达成收购意向，1996 年实施）。虽然巴菲特和他的"投资生涯的初恋"相爱 45 年以后才将其纳入麾下，但最初的结识却相当短暂。

> 你可能会觉得很奇怪，不过打从 1944 年开始报税到现在，我都保留每年个人报税的资料。根据这些资料我发现，1951 年我总共分 4 次买进 GEICO 股份，最后一次是在 9 月 26 日，这样的做法让我觉得自己很早就有自我陶醉的倾向，印象中我那时是在向别人推销这批股票不成之后，决定自己吃下这批股票，尽管在当时我已将个人 50% 以上的身家全都押在这只股票之上，而在加码之后，我总共持有 350 股的 GEICO 股份，成本为 10282 美元，到了年底，这些股票的市值成为 13125 美元，超过个人净值的 65%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 15－1 1995 年的投资组合

1995 股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
Capital Cities/ABC, Inc.	2,000,000	0	345,000	0	2,467,500	762,500
GEICO	34,250,000	0	45,713	0	2,393,200	714,950
Washinton Post	0	-1,727,765	0	(9,731)	0	(418,983)(并非是卖出，而是巴菲特的这个表格只表示5亿美元以上的品种)
Coca-Cola	100,000,000	0	1,298,888	0	7,425,000	2,275,000
FHLM	12,502,500	-258,700	260,100	(10,368)	1,044,000	399,559
Wells Fargo	6,791,218	0	423,680	0	1,466,900	482,173
Gillette	48,000,000	24,000,000	600,000	0	2,502,000	705,000
American Express	49,456,900	21,696,959	1,392,700	668,781	2,046,300	1,227,382
Gannettt Co	0	-6,854,500	0	(335,216)	0	(365,002)
PNC Bank	0	-19,453,300	0	(503,046)	0	(410,951)
Others			1,379,000		2,655,400	
Total			5,745,081		22,000,300	

唉！在 1952 年我以 15259 美元的价钱将全部的 GEICO 股份出清，然后将所得资金投入到西方保险证券公司之上，这项不忠举动的部分原因是因为西方保险证券当时的股价相当诱人，市盈率只有一倍左右，然而在后来的 20 年里，当时被我卖掉的 GEICO 股份的价值却成长到 1300 万美元，这样的结局让我学会一个原则，即绝不能卖掉一家明显的好公司。

鉴于这个教训，当 20 世纪 70 年代初，GEICO 的新的经营团队对保险理赔数额的估计发生错误，使公司对外销售保险的价格过低，结果几乎要倒闭。此时巴菲特抓住了机会，一下子全部吃进了 GEICO

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票，以后再也没卖出过。

◆“卖早了”造成430倍的失败

巴菲特1995年的年度报告写于1996年春，此时大都会和迪士尼决定进行合并。借此契机，巴菲特增持了迪士尼的股票，不过即便是迪士尼，他也曾经“卖早了”。

> 我第一次对迪士尼发生兴趣是在1966年，当时它的股票市值还不到9000万美元，而该公司在上一年度1965年的税前净利是2100万美元，并且所拥有的现金甚至多过于负债。当时迪士尼乐园斥资1700万美元的加勒比海盗船项目马上就要开幕，而这家公司的卖价只不过是这艘海盗船造价的五倍！
>
> 我利用巴菲特合伙企业的资金，买进一大笔的股票，按照股票分割调整后的平均成本约31美分一股，这样的决定显然很正确，因为现在的股价大概是66美元一股，然而，你们的董事长（指巴菲特本人）却竹篮打水一场空，在1967年以每股48美分将这批股票悉数卖出了。

迪士尼在后来的1998年以3:1进行了股票分割，照此计算巴菲特的持股可变为3倍，股值10美分，虽然算不上给他“早卖”的伤口上撒盐，但如果以2000年的最高值43美元计算则是430倍的投资收益，即使以2009年4月20美元的价格计算也达到了200倍，这虽然赶不上GEICO 575倍的投资收益，但毫无疑问，它绝对是高效率的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 16 章　1996 年

成功投资的秘诀 = 在打鼾时赚钱

◆ “专业投资者”所不具备的卓越

“很多投资人，机构投资者也好，个人投资者也好，在指数基金方面都能够取得不亚于投资专家的成绩”，除了做出这样的开场白以外，巴菲特认为人们自己选择投资组合也无妨，他在 1996 年（见表 16－1）《致股东的信》中说：

> 智能型投资并不复杂，但也不能说容易。投资人真正需要具备的是对所选择的企业进行正确评价的能力，请特别注意“所选择”这个词，你不必像很多专家一样同时研究很多家公司，相反你要做的只是在你能力范围之内选择少数几家公司就可以了，能力范围的大小并不重要，重要的是你要很清楚自己的能力范围。

投资者也都是普通的人，而每个人所掌握的知识与经验的范围都各自不同，因而不要强行冲出这个范围。反过来理解这种范围，认识它的界限，在这个范围内得心应手地对所选择的企业做出正确的评价，如果认为结果会不错，那么就可以投资。

意思是说，做一个消息灵通的业余选手远比一个与名不副实的“投资专家”来得漂亮。投资专家大多喜欢卖弄高深的专业知识，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实那根本没有必要，巴菲特认为完全可以舍弃。

投资要成功，你不必了解什么是β值、效率市场、现代投资组合理论、期权定价或新兴市场，事实上或许大家不懂得这些理论最好，当然，我这种看法与目前以教授这些课程为主的商学院等有明显不同，就我个人认为，有志从事投资的学生只要修好两门课程就可以了，即“如何给予企业正确的评价”以及“思考其与市场价格的关系”。

表 16－1　1996 年的投资组合

1996	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Capital Cities/ABC, Inc.	0	-2,000,000	0	(345,000)	0	(2,467,500)
	GEICO	0	-34,250,000	0	(45,713)	0	(2,393,200)
	Washinton Post	1,727,765	1,727,765	9,731	9,731	579,000	579,000
	Coca-Cola	200,000,000	100,000,000	1,298,888	0	10,525,000	3,100,000
	FHLM	64,246,000	51,743,500	333,400	73,300	1,772,800	728,800
	Wells Fargo	7,291,418	500,200	497,800	74,120	1,966,900	500,000
	Gillette	48,000,000	0	600,000	0	3,732,000	1,230,000
	American Express	49,456,900	0	1,392,700	0	2,794,300	748,000
	McDonald's	*30,156,600*		*1,265,300*		*1,368,400*	
	Walt Disney	*24,614,214*		*577,000*		*1,716,800*	
	Others			1,934,500		3,295,400	
	Total			7,909,319		27,750,600	

◆ 收益真的是“眼睛能够看见”那样增加了吗？

当然，在巴菲特看来，这两门课程就是丝毫不差地执行“正确评价企业的价值，以比被欲望和恐惧所左右的市场价低廉的价格买入”。这里我们再详细看一看。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 作为一个投资人，你的目标应该只是以合理的价格，买进易于了解的企业的一些股权，5 年、10 年，或者 20 年以后，其收益可以像“眼睛能够看见”那样增长。仅此而已。

非常简短有力的话语，其每个字都不应忽略。尤其不是简单的“收益增长”，而是“眼睛能够看见”那样增长，应该注意其所表述的“确实性”。巴菲特先生兴之所至，接着说：

> 一段时间之后，你会发现只有少数几家公司符合这样的标准，所以要是你真的找到这样的公司，那就一定要买进有意义的数量，在这期间，你必须抵制外界诱惑，不能偏离这个准则：“如果你不打算持有一家公司股份 10 年以上，那你最好连 10 分钟都不要持有它。”

当然，因为是大量买入，所以自不待言需要有一个“合适的价格”。接着巴菲特说：

> 长时间后你就能建立起一个由收益向上的公司所构成的投资组合，这样投资组合整体的市场价值也随着时间的推移而上涨。

至此，世界首富的秘诀被毫不吝惜地披露出来了。在 1996 年的报告中，巴菲特感慨“我们打鼾时赚的钱比起醒着时还多”。这“打鼾时赚钱”才是资本的本来形象，即“借给别人资金，让别人和资金一起活动，自己坐地赚钱”。“睡觉等待回报”正是巴菲特的风格。

话虽如此，在睡觉前和睡觉过程中，还是要构筑一个赚钱的投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 17 章 1997 年

对市场整体的看法

◆观察利率和 ROE[1]

当巴菲特谈到股市的整体动向时，基本上都会先将“我们不知道明天、后天、或者一个月以后、一年以后会怎样”作为前提。在1997 年的年度报告中，他同样写道，“我们从不试图预测股票市场的整体动向”。但是，与平常不同的是，巴菲特这次还说，“虽然我们从来不去预测股市的动向，不过却试着评估其合理价位的高低。”巴菲特究竟怎样评估股市价格水平是个非常有趣的问题，先读一读。

去年召开股东会时（1997 年 5 月），道·琼斯指数为7071 点，长期国债收益率为 6.89%，查理和我曾公开表示，如果符合以下两点条件，那么股市就并未被高估：（1）利率维持不变或继续下滑；（2）美国企业继续维持现有的高股东权益收益率。而现在看起来，利率继续下滑，这一点算是符合条件，另一方面，股东权益收益率仍旧维持在高位，那么，如果这种情况继续维持下去，同时利率也能够维持现状，那么一般来说，没有理由认为现在的股市过于高估。

---

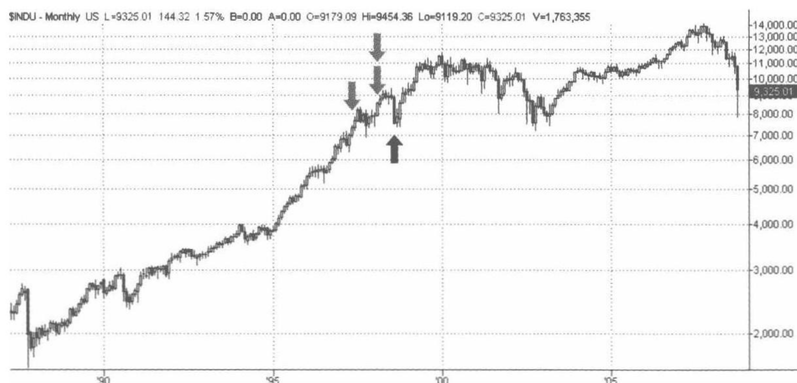
[1] ROE（Rate of Return on Common Stockholders’ Equity），即净资产收益率，又称股东权益收益率，是净利润与股东权益的百分比。该指标反映股东权益的收益水平，指标值越高，说明投资带来的收益越高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国30年期长期国债收益率从1994年11月8.14的峰值开始掉头向下，1996年5月为6.9%，1997年5月又降低了一个百分点为5.9%。ROE则从1991年的底部开始上升，1996年及1997年达到了25%上下。

看一看道琼斯指数的走势图（图17－1），向下的箭头一个的地方是1997年5月，两个的地方是1998年2月，也就是说撰写1997年的年度报告时，道琼斯指数分别是7071美元和8545美元，9个月时间里上涨了20%，就如同巴菲特所写的那样，“有着一致的预期”，的确可以预想到10000点。

图17－1 “黑色星期一”之后的道琼斯工业股票平均价格指数的走势图



当大家都乐观的时候，并不意味着不能买进股票。与数年前相比，美国企业的获利能力大增，再考虑低利率水准，每一个美元的收益都更有价值。

也就是说，1998年初的股票价格并不是没有理由的，也并不是不可维持的水平，但是紧接着，巴菲特话锋一转，说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，现在的股票价格水准已经严重侵蚀了本杰明·格雷厄姆“安全边际”的投资基石。

在巴菲特指出了这一点六个月之后，在 1998 年 8 月，俄罗斯、亚洲开始出现金融危机，国际金融市场陷入混乱，对冲基金 LTCM（Long – Term Capital Management）也出了问题，股指一直下落到 7300 美元左右（图 17 – 1 中向上箭头所指）。

表 17 – 1　1997 年的投资组合

1997	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Washinton Post	1,727,765	0	9,731	0	840,600	261,600
	Coca-Cola	200,000,000	0	1,298,888	0	13,337,500	2,812,500
	FHLM	63,977,600	-268,400	329,400	(4,000)	2,683,100	910,300
	Wells Fargo	6,690,218	-601,200	412,600	(85,200)	2,270,900	304,000
	Gillette	48,000,000	0	600,000	0	4,821,000	1,089,000
	American Express	49,456,900	0	1,392,700	0	4,414,000	1,619,700
	McDonald's	0	-30,156,600	0	(1,265,300)	0	(1,368,400)
	Walt Disney	21,563,414	-3,050,800	381,200	(195,800)	2,134,800	418,000
	Travelers Group	*23,733,198*		*604,400*		*1,278,600*	
	Others			2,177,100		4,467,200	
	Total			7,206,019		36,247,700	

巴菲特此前多次预测多头行情和空头行情，尽管他说自己“不预测将来”，但比那些拙劣的预言家强多了，他对市场整体的评价以及对发展前景的意见都能言中（见表 17 – 1）。

但是最近，2008 年 10 月 16 日的《纽约时报》以《我要买下美国》为题发表了巴菲特的文章，表示对市场看多。

“别人贪婪时我恐惧，别人恐惧时我贪婪”，“当人们感觉到经济改善的时候，股价恐怕已经涨上去了，如果你等待鸟儿来告诉你春天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的到来，春天已经过去了”，“在下一个10年，股票基本上会超过现金跑赢大市，并且二者会拉大差距”，巴菲特用这样的词语表现了充沛的购买意欲。参照他以往的预测成绩，我们最好还是听从他的意见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 18 章 1998 年

后悔卖了麦当劳

◆没有后悔药

1998 年爆发国际金融危机，股价大幅波动，在这期间，巴菲特除了在美国运通分割调整后 23.85 美元的价位上稍加增持以外（图 18－1 箭头），没有变换主要品种。但是他又说，“调整了很多小的投资品种，还卖出了相当一部分。”

图 18－1 同期美国运通的股价走势图



在这之中就有在 1997 年刚刚购入的旅行者集团（Travelers Group），1998 年它同花旗集团合并（表 18－1）。不过巴菲特对旅行者集团股票的出售似乎预示着这种合并不会顺利。果然，不久后合并即告彻底失败。该事业部于 2002 年以旅行者公司（The Travelers

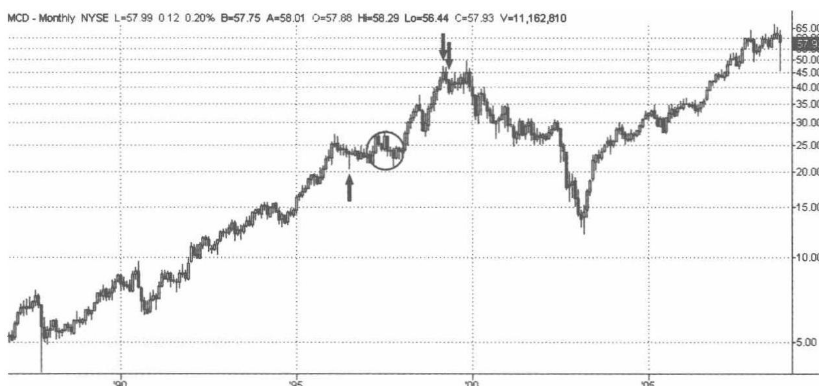
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Companies）的名称独立出来，股票在纽约证券交易所以 TRV 为标记进行交易。

表 18－1　1998 年的投资组合

1998	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Washinton Post	1,727,765	0	9,731	0	999,000	158,400
	Coca-Cola	200,000,000	0	1,298,888	0	13,400,000	62,500
	FHLM	60,298,000	-3,679,600	308,000	(21,400)	3,885,000	1,201,900
	Wells Fargo	63,595,180	56,904,962	392,000	(20,600)	2,540,000	269,100
	Gillette	96,000,000	48,000,000	600,000	0	4,590,000	(231,000)
	American Express	50,536,900	1,080,000	1,470,000	77,300	5,180,000	766,000
	Walt Disney	51,202,242	29,638,828	281,000	(100,200)	1,536,000	(598,800)
	Travelers Group	0	-23,733,198	0	(604,400)	0	(1,278,600)
	Others			2,683,000		5,135,000	
	Total			7,042,619		37,265,000	

图 18－2　同期麦当劳的股价走势图



并且，收购来的通用再保险公司（General Re）也申请调整品种，其销售的250多种产品调整了大半。这种“大扫除”是商业投资中常用的基本方针，即“没有后悔药”的原则。

说起品种调整会引起其他回顾。这一年《致股东的信》中，巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特提到了两年前卖掉的麦当劳（McDonald's Corp.：MCD）。MCD是1996年买入的（图18－2向上箭头所指），1997年卖出（图18－2阴影部分），现在巴菲特坦白卖出是个非常大的错误。

MCD的买入价平均为41.96美元，经过分割修正相当于21美元，这在1996年几乎是最低价，只在7月里稍纵即逝的价格。而巴菲特撰写1998年年度报告的1999年3月1日，MCD的收盘价为43美元，如果当初不卖就能得到两倍于投资的收益（图18－2左侧向下箭头所指）。在5月的股东大会上，查理·芒格也很后悔，认为“在MCD上少赚了10亿美元”（图18－2右侧向下箭头所指）。

不过后来，顾客开始疏远MCD，消费者组织也开始攻击它，2003年2月股价达到了最低值12.12美元，至此巴菲特才从“卖早了”的苦恼中解脱出来。可是，此时他为什么没有买入呢？这个问题只能任由读者来评说了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 19 章 1999 年

不买高科技股的原因

◆不参与无法判断的领域

现在看已经是个老话题了，“千年虫”问题（Y2K 问题）一直困扰着的 2000 年，是趋向变化非常大的一年。1999 年 12 月 31 日，纳斯达克综合指数以 4069.31 点报收，后来还是上升，到巴菲特写完 1999 年年度报告的 2000 年 3 月 1 日，达到了 4774.79 点，3 月 10 日达到了历史上的最高纪录 5132.52 点（见图 19－1）。就在这一天，

图 19－1 纳斯达克综合指数，高科技泡沫



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯克希尔的股票达到了3年来的最低点4.08万美元。在这种情势下，对高科技股票一贯漠然视之的巴菲特也遭到了批评，但他本人辩解说：

1999年的投资组合没有什么变动（见表19－1）。如同先前我曾提到的，去年有几家重要的投资令人不甚满意，尽管如此，我们仍然相信这些公司拥有相对的竞争优势，可以继续稳定经营下去。查理和我还有点自信，可以分辨得出这种长期投资将有不错的回报。只是我们更多的时候也不能完全看出这种企业的特性，这也是为什么我们从来不买高科技股票的原因，即使我们不得不承认它们所提供的产品与服务将会改变整个社会，而我们无法解决的问题是，在众多的高科技公司中，我们没有能力分辨出到底是哪些公司拥有长远的竞争优势。

表19－1　1999年的投资组合

1999	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Washinton Post	1,727,765	0	11,000	1,269	960,000	(39,000)
	Coca-Cola	200,000,000	0	1,298,888	0	11,650,000	(1,750,000)
	FHLM	59,559,300	-738,700	294,000	(14,000)	2,803,000	(1,082,000)
	Wells Fargo	59,136,680	-4,458,500	349,000	(43,000)	2,391,000	(149,000)
	Gillette	96,000,000	0	600,000	0	3,954,000	(636,000)
	American Express	50,536,900	0	1,470,000	0	8,402,000	3,222,000
	Walt Disney	0	-51,202,242	0	(281,000)	0	(1,536,000)
	Others		Others	4,180,000		6,848,000	
	Total		Total	8,202,888		37,008,000	

不过我要强调，不懂高科技一点都不让我感到沮丧，毕竟在这个

世界上本来就有很多产业领域，而查理和我都不具备相关的资本配置

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的知识。举例来说，专利权评估、生产过程与地区发展前景等，我们就一窍不通，所以我们从来不想对这些领域妄加评论。

◆“称心的企业，称心的价格”

至此，关于高科技股的投资，巴菲特并没有简单地说“我们不懂高科技”，而是非常明确地陈述了理由。

> 如果说我们有什么能力，那就是我们深知要在具竞争优势的范围内，把事情尽量做好。我们明白可能的界限在哪里。

也就是说，并非“君子不近危”，而是“君子不近不知”。对于一个属于每天都在变化的产业中的企业，进行长期经济的预测本身就是“超出可能的界限”。

> 如果有人宣称有能力做类似的预测，且以公司的股价表现作为佐证，那我们既不会羡慕，更不会去效仿，相反我们会回过头来坚持我们所了解的东西。如果不幸偏离轨道，那也一定是无意的，而不是我们改变了初衷，用预期来与理性做交换。

把投资的范围局限在自己竞争力的范围内，这可以理解，但是反过来，投资范围收窄了，怎样才能不错过投资机会呢？

> 幸好可以确信的是，伯克希尔经常有机会能够找到它能力范围内的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不必特地钻进自己不懂的世界里，原则是“了解自己的界限”，与此相联系，也要“了解股价的界限”。在说明“我们从不预测下个月或下一年的股市走势”之后，巴菲特暗示了高科技股将要破裂：

> 可是，现在的股市投资人对于未来可能的回报显得过于乐观。……如果投资人的期望务实一点的话，——总有一天他们会的，那么股市将会有一波相当大的调整，尤其是投机气氛特别重的那类股票。

2000年春，巴菲特在等待着“称心的企业，称心的价格”的同时，很多人也开始为他着迷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 20 章 2000 年

伊索寓言和“IBT 现象”

◆投资者的“三个问题”

巴菲特说，自己喜欢与卓越忠诚的高管共事，并且还有在税负方面的考虑，他总是倾向于购买整个公司而不仅仅是购买股票（表 20－1）。不过无论是股票投资还是并购，其评价公式都是一样的，正如公元 600 年前的伊索寓言。

> 事实上亘古至今，所有对购入的金融资产进行评估的方法从未改变，远在公元前 600 年的一位智者第一个揭示了它（虽然他尚未预知当时是公元前 600 年）。
>
> 奇迹就在伊索寓言里，那虽不太完整但历久弥新的投资观念就是“二鸟在林，不如一鸟在手”。要进一步诠释这项原则，你必须再回答三个问题：你如何确定树丛里有鸟儿？它们何时会出现，同时数量有多少？无风险的资金成本是多少？（这里我们假定以美国长期国债利率为基准）如果你能回答以上三个问题，那么你将知道这个树丛最高的价值有多少，以及你可能拥有多少鸟儿。当然小鸟只是比喻，真正实际的标的还是金钱。

不言而喻，所谓“树丛”指的是投资企业，而鸟儿则是指分红

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或收益，或者现金流。“三个问题中，资金成本比较简单，剩下的两个因为是变量所以很难评估，想方设法去计算这两个变量的具体数字是非常愚蠢的，而求出两者的范围似乎更可行一些。”这种说法似乎与凯恩斯“相比于精巧的错误我更喜欢粗略的正确”的投资评价方法不谋而合。

> 通常，这个范围非常大，很难据此得出有意义的结论，而且对将来鸟儿出现的估计越保守，市场上交易的股票价格就越低。（我们姑且将这种现象称为 IBT 现象，即 Inefficient Bush Theory，低效树丛理论。）

这个所谓的低效树丛理论简直是效率市场理论的讽刺，投资者要发现 IBT 现象，当然需要“对于企业经营有一定的了解，并且要有独立思考能力，能够获得坚实可靠的结论”，不过除此之外“投资人也并不需要更多的才气与洞察力”。

> 另一个极端，很多最聪明的投资人都无法提出小鸟会出现的确实证据，即使是在最宽松的假设范围里也是如此。这种不确定性在检验新事业或是快速变化的产业中尤其明显。在这种状况下，任何资金的投入都难以摆脱投机的嫌疑。

前面一章中“不买高科技股的原因”似乎正可以为这一节伊索寓言作诠释。另外，在这里还有一处非常有趣的地方，就是根据上下文的连贯语气，一向以谦逊面孔示人的巴菲特似乎有以“最聪明的投资人”自诩的意思。

与此相对应，在提出自己不容置疑的观点后，巴菲特紧接着表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

示，“事实上，即使对那些没有任何产品的生物公司和不赚分毫的互联网公司的树丛中的小鸟数量进行预测，也无须什么出类拔萃的才能。”

表 20－1　2000 年的投资组合

2000	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Washinton Post	1,727,765	0	11,000	0	1,066,000	106,000
	Coca-Cola	200,000,000	0	1,298,888	0	12,188,000	538,000
	FHLM	0	-59,559,300	0	(294,000)	0	(2,803,000)
	Wells Fargo	55,071,380	-4,065,300	319,000	(30,000)	3,067,000	676,000
	Gillette	96,000,000	0	600,000	0	3,468,000	(486,000)
	American Express	151,610,700	101,073,800	1,470,000	0	8,329,000	(73,000)
	Others			6,703,000		9,501,000	
	Total			10,401,888		37,619,000	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 21 章 2001 年
投资组合管理的基本步骤

◆经常观察企业的方向和价值

2001 年的投资组合（见表 21－1）几乎没有变动，巴菲特也谈到了这一点。

近几年来，在投资组合中占有很大比例的品种表现不佳，因而整个投资组合乏善可陈。不过查理和我对所投资的企业还是很满意。从投资组合整体上看，还不能说有哪一个品种被低估了。

表 21－1　2001 年的投资组合

2001	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Washinton Post	1,727,765	0	11,000	0	916,000	(150,000)
	Coca-Cola	200,000,000	0	1,298,888	0	9,430,000	(2,758,000)
	Wells Fargo	53,265,080	-1,806,300	306,000	(13,000)	2,315,000	(752,000)
	Gillette	96,000,000	0	600,000	0	3,206,000	(262,000)
	American Express	151,610,700	0	1,470,000	0	5,410,000	(2,919,000)
	H&R Block	*15,999,200*		*255,000*		*715,000*	
	Moody's	*24,000,000*		*499,000*		*957,000*	
	Others			4,103,000		5,726,000	
	Total			8,542,888		28,675,000	

不言而喻，巴菲特的意思显然不止是字面上的这些。从这里我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知道，第一，巴菲特总是掌握着所投资企业的基本动向；第二，巴菲特总是对所持股票的内在价值心中有数，并把它与市场股价相比较。在这里，巴菲特透露了他管理投资组合的基本步骤。

如果企业的相对优势有增强的倾向就增持，反过来，如果相对优势要变弱就考虑出售；还有，和内在价值相比，如果股价便宜就增持，如果股价太高就卖出。这是巴菲特的基本战略。

巴菲特曾写道，“可能有些人想观察伯克希尔投资组合的动向，看着走势图买进卖出，或者询问分析师的意见，预测短期的业绩，参考他人的意见进行买卖，这些都是错误的。”虽然这些话不过是陈述了事实，但从这里无意中的一句表述我们可以看出，巴菲特的世界是非常简单的。

◆ 伯克希尔和纳斯达克的“奇妙的一致”

从 1990 年代后半开始到 2000 年，互联网泡沫、纳斯达克泡沫、印度尼西亚泡沫等各种股市泡沫从美国西海岸的硅谷开始横扫欧洲和日本，巴菲特称这种股市泡沫为“大泡沫（The Great Bubble）”。

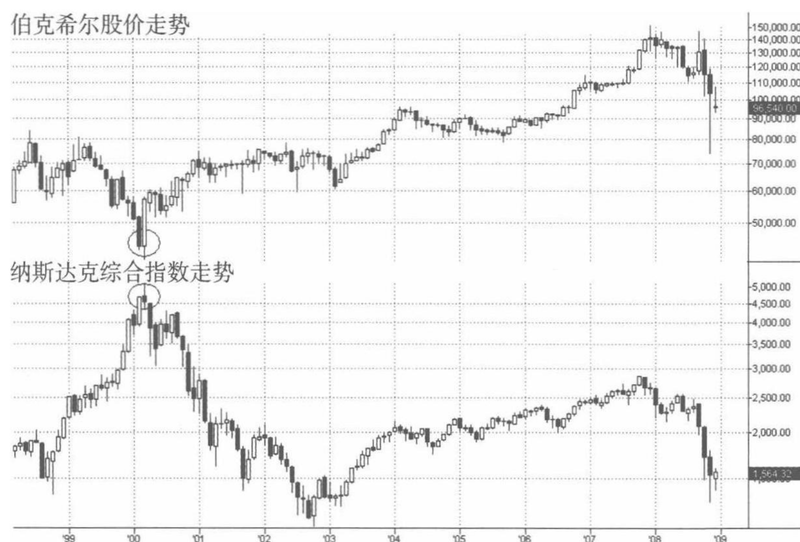
巴菲特对此当然敲响了警钟，在 1999 年度《致股东的信》中，他已经写了“可是，现在的股市投资人对于未来可能的回报显得过于乐观。……如果投资人的期望务实一点的话，——总有一天他们会的，那么股市将会有一波相当大的调整，尤其是投机气氛特别重的那类股票”，而明确发出泡沫破裂警报的则是在 2001 年 2 月 28 日他撰写 2000 年度《致股东的信》中，他指出股市泡沫“就好像是病毒一样，在专业投资者与散户间广为散播，引发不合理的股价预期而与其本身应有的价值明显脱钩”。

那么，在这种“大泡沫”的时代，伯克希尔的股价发生了什么变化呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1998 年因国际金融危机，伯克希尔的股价曾发生过短期暴跌，那之前的最高值为 8.4 万美元，而当时纳斯达克综合指数为 2028 点。从那以后，伯克希尔的股票基本上处于下行状态，到 2000 年 3 月，跌到了 4.08 万美元，而当时的纳斯达克综合指数则上升到了 5132 点。让我们用巴菲特的话将走势图的顶部和底部描述一下。

图 21－1　纳斯达克综合指数达到最高值的时候，伯克希尔则跌到了最低值



这里有为那些喜欢奇怪巧合的人准备的一个意外。大泡沫于 2000 年 3 月 10 日结束（虽然我们好几个月之后才意识到这一点），而那一天纳斯达克综合指数却达到了历史上的最高点 5132 点（今天是 1731 点）。就在那一天，伯克希尔的股价以 1997 年以来的最低价 4.08 万美元收盘（见图 21－1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第22章 2002年

百战百胜的股票投资

◆有时应该“无为”

2002年是泡沫破裂后遗症依然层出不穷的时期，大盘下行，巴菲特的投资组合也不能独善其身。但是，查理和巴菲特依然可以说“舒心”，其理由是“被投资公司的盈余逐渐增加，而同时其股价却下滑”，尽管如此，巴菲特却还是不想增加持股，其理由是“虽然这些公司的前景都相当不错，但目前我们还是认为他们的股价并没有被低估”。

也就是说，继续持有是适当的，股价还没有便宜到可以增持的程度。结果就是2002年基本没有什么动作（见表22－1），可是巴菲特说：

查理和我还没有对股票表现出先天性的厌恶。

在我个人61年的投资生涯中，大约有50来年每年都出现良好的投资机会，我想以后也还会有很多类似的机会……有时想要成功的投资，那么必须耐得住等待和寂寞。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 22－1　2002 年的投资组合

2002	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Washinton Post	1,727,765	0	11,000	0	1,275,000	359,000
	Coca-Cola	200,000,000	0	1,298,888	0	8,768,000	(662,000)
	Wells Fargo	53,265,080	0	306,000	0	2,497,000	182,000
	Gillette	96,000,000	0	600,000	0	2,915,000	(291,000)
	American Express	151,610,700	0	1,470,000	0	5,359,000	(51,000)
	H & R Block	15,999,200	0	255,000	0	643,000	(72,000)
	Moody's	24,000,000	0	499,000	0	991,000	34,000
	M & T Bank	*6,708,760*		*103,000*		*532,000*	
	Others			4,621,000		5,383,000	
	Total			9,163,888		28,363,000	

◆ 盈利 100 美元亏损 1 美元

虽然 2002 年在股票方面没有什么作为，但是巴菲特却并没有无所事事，这一年他投资了垃圾债券并取得了 6 倍的收益。

投资垃圾债券和投资股票在许多方面有着相同之处，例如二者都需要评估价格与价值，并需要在成千上万个标的中挑选出少数风险与回报率具有吸引力的品种。当然，二者在原则上也有许多明显的不同。

在投资股票时，因为我们已将资金锁定在少数几家财务稳健、具备竞争优势并由卓越诚信的经理人所经营的公司上，我们预期每一笔投资都会成功。如果我们以合理的价格买进这类公司，那么损失发生的概率通常非常小。实际上，在我们经营伯克希尔的 38 年中（不包括通用再保与 GEICO 的投资），投资获利的金额与投资亏损的金额比例约为100∶1。

但在投资垃圾债券时，我们面对的企业体质就比较差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，这些公司通常都背负大笔的负债，同时所处产业的资产收益率（ROA）都很低，此外经营管理人员的素质有时也很可疑，其利益有时甚至与债权人相冲突，因此我们预期这类投资难免会出现亏损，所幸到目前为止，我们在这部分的投资绩效还算相当不错。

从以上这段话里，我们能够判断出一些事实。

（1）巴菲特有很强的忍耐力。尽管有着良好的前景，但未被低估的股票还是不能买。

（2）垃圾债券的投资要远离“垃圾”。

（3）买进股票的时候，期待该企业的最高水准。

（4）巴菲特股市投资的成绩，获利与亏损的金额比例为 100:1。

在这里，所谓获利与亏损之比为 100:1，可以举例说明。各用 1 万美元投资 A、B 两个品种。38 年过去，A 股亏损殆尽，而 B 股则成长了 100 倍，即赚了 100 万美元。这的确堪称获利百倍的投资，说百战百胜亦不为过。巴菲特的成功是毋庸置疑的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 23 章 2003 年

最新颖的海外投资——中国石油

◆因为“有英语资料”

2003 年（见表 23－1）末，伯克希尔的股东看到巴菲特的投资组合时都大吃一惊，新的投资品种里面居然有中国石油（Petro China）。巴菲特从未在海外股票上大手笔投入过，今天突然投资中国一家石油、天然气的开采加工公司，理所当然会惊动坊间。

而在欧美股市触底的 2003 年以后，整体的中国股市却仍旧继续下行，一般看法认为，进行中国股票投资是极其危险的。尽管如此，巴菲特还是从 2002 年下半年开始买入中国石油，到 2003 年年末总投

表 23－1 2003 年的投资组合

2003	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Washinton Post	1,727,765	0	11,000	0	1,367,000	92,000
	Coca-Cola	200,000,000	0	1,298,888	0	10,150,000	1,382,000
	Wells Fargo	56,448,380	3,183,300	463,000	157,000	3,324,000	827,000
	Gillette	96,000,000	0	600,000	0	3,526,000	611,000
	American Express	151,610,700	0	1,470,000	0	7,312,000	1,953,000
	H & R Block	14,610,900	-1,388,300	227,000	(28,000)	809,000	166,000
	Moody's	24,000,000	0	499,000	0	1,453,000	462,000
	M & T Bank	6,708,760	0	103,000	0	659,000	127,000
	HCR Inc	*15,476,500*		*492,000*		665,000	
	PetroChina	*2,338,961,000*		*488,000*		1,340,000	
	Others		Others	2,863,000		4,682,000	
	Total		Total	8,514,888		35,287,000	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资为 4.88 亿美元，达到了中等规模的程度。当时巴菲特看到了什么？

后来，当有人问巴菲特是怎样发现中国石油的股票时，他回答说，“很幸运，他们有用我能读懂的英语写的说明书”。巴菲特其实具体指的是中国石油 ADR（美国存托凭证）❶。

中国石油在美国上市时被要求提供的年度报告，即 FORM20 - F。

因为 FORM20 - F 只要求提供决算日半年以内的报告文件，所以中国石油在 2002 年 6 月 28 日和 2003 年 6 月 25 日向 SEC（美国证券交易委员会）分别提交了 2001 年度和 2002 年度的 FORM20 - F，巴菲特详细阅读了这些报告后决定买入。

根据报告可以得知，中国石油于 1950 年代后半期以汽油和柴油精炼以及石化工业起步，到 2001 年已经拥有了 1 万家以上的加油站，并且其天然气规模在中国名列第一，是一家“政府管理的民间企业”。

根据 2002 年年末的财务数据，其总资产为 486.19 亿美元，资本金为 307.41 亿美元，自有资本率达到 63%，销售额为 288.63 亿美元，利润为 56.65 亿美元，每股收益（EPS）达到 3.22 美元。

巴菲特的投资金额为 4.88 亿美元，持股数量为 23 亿 3896 万 1000 股，这是 H 股（香港上市股，资本来源与登记均为中国企业），

---

❶ ADR（美国存托凭证）：存托凭证（Depository Receipts，简称 DR），又称存券收据或存股证，是指在一国证券市场流通的代表外国公司的有价证券可转让凭证，属公司融资业务范畴的金融衍生工具。以股票为例，存托凭证是这样产生的：某国的公司为使其股票在外国流通，就将一定数额的股票，委托某一中间机构（通常为一银行，称为保管银行或受托银行）保管，由保管银行通知外国的存托银行在当地发行代表该股份的存托凭证，之后存托凭证便开始在外国证券交易所或柜台市场交易。存托凭证的当事人，在国内有发行公司、保管机构，在国外有存托银行、证券承销商及投资人。从投资人的角度来说，存托凭证是由存托银行所签发的一种可转让股票凭证，证明一定数额的某外国公司股票已寄存在该银行在外国的保管机构，而凭证的持有人实际是寄存股票的所有人，其所有的权力与原股票持有人相同。存托凭证一般代表公司股票，但有时也代表债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个数量除以100来换算成ADS（美国存托股份）为2338万9610股，平均持有价格为每ADS20.86美元。中国石油的总发行股数为1758亿2400万股，换算成ADS为17亿5800万股，如果以巴菲特当时的出资额计算，中国石油的时价总额为367亿美元。

因而，在2003年中巴菲特判断可以买入中国石油时，其（基于2002年的盈利业绩）PER为6.5倍（36.7/5.665）。顺便说一下，企业的现金流量为3.3倍（36.7/11.0），自由现金流量[1]为11.0倍（36.7/3.33）。

另外，该企业2003年的业绩为，盈利91亿美元，现金流量160亿美元，自由现金流量为70亿美元，巴菲特如果预测了2003年的业绩，那么其预想倍率分别为4.0倍、2.3倍、5.2倍，在此基础上他决定买入。

◆ 内在价值达时价的3倍以上

后来巴菲特回顾当时说，“我认为该企业的内在价值为当时时价的3倍以上，查理的结论也差不多”，因此，中国石油的时价总额设定在1100亿美元也可以，所以当股价为62.6美元时才相当于内在价值。

实际投资如何呢？

---

[1] 自由现金流（Free Cash Flow）作为一种企业价值评估的新概念、理论、方法和体系，最早是由美国西北大学拉巴波特、哈佛大学詹森等学者于20世纪80年代提出的，经历二十多年的发展，特别在以美国安然、世通等为代表的之前在财务报告中利润指标完美无瑕的所谓绩优公司纷纷破产后，已成为企业价值评估领域使用最广泛，理论最健全的指标，美国证监会更是要求公司年报中必须披露这一指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 23－1 中国石油的股价走势图



图 23－1 所示的淡影部分（左下）是巴菲特买入的时候，箭头所指是巴菲特分两三次卖出的时候，大致获利 7～9 倍。如果他在最高值 266 美元的时候卖掉的话可以获利 13 倍，但有 9 倍也已经相当不错了。

另外图中浓影的部分是股价到达 60 美元上下的时候，如前所述，这是巴菲特买入时的目标股价，但实际涨到这个价格的时候，他却并没有卖掉而是继续持有，这是为什么呢？在 2007 年的一章我们将讲述这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 24 章 2004 年

“四大天王”的评价

◆从长期品种的价格比较成果

巴菲特说：

看了这样的投资组合，人们或许以为我们是根据走势图、经纪人的建议或短期获利预测来进行股票买卖的。其实，查理和我从来都规避这些干扰因素，而是像企业所有人一样考虑问题。这种差异非常重要。事实上，这种思想是我

表 24－1 2004 年的投资组合

2004	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Washinton Post	1,727,765	0	11,000	0	1,698,000	331,000
	Coca-Cola	200,000,000	0	1,298,888	0	8,328,000	(1,822,000)
	Wells Fargo	56,448,380	0	463,000	0	3,508,000	184,000
	Gillette	96,000,000	0	600,000	0	4,299,000	773,000
	American Express	151,610,700	0	1,470,000	0	8,546,000	1,234,000
	H & R Block	14,350,600	-260,300	223,000	(4,000)	703,000	(106,000)
	Moody's	24,000,000	0	499,000	0	2,084,000	631,000
	M & T Bank	6,708,760	0	103,000	0	723,000	64,000
	HCR Inc	0	-15,476,500	0	(492,000)	0	(665,000)
	PetroChina	2,338,961,000	0	488,000	0	1,249,000	(91,000)
	White Mountains Insurance	*1,724,200*		*369,000*		*1,114,000*	
	Others			3,531,000		5,465,000	
	Total			9,055,888		37,717,000	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从19岁开始的投资行为的基石，当时我是读了本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》才茅塞顿开的（以前股市一直吸引着我，但我却不知如何投资）。

巴菲特19岁的时候是1949年，从他茅塞顿开到2004年（见表24-1）总共有55年，他升华的理念表现在投资组合上，就是被称为“四大天王”的四个品种，即美国运通、可口可乐、吉列和富国银行。巴菲特是怎样评价这“四大天王”的呢?

我们从这四家公司获得的利润每年都在增长，获利已达投资成本的31%。现金分红也同步成长，2004年达到4.34亿美元，占成本的11.3%。总之，这四大天王虽说不是非常出色，但还是令人满意的。

这里应该注意，巴菲特观察成果时总是把它们和成本相比较。一般情况下，计算收益率和红利率都是以当时的股价作分母进行评价的，已经是股东的话，真正关注的是自己投入的资金的利润率和红利率，所以应该经常和成本相比较进行评价。如果有相当于投入资金11.3%的分红纳入账户，的确可以说“令人满意”了。

◆ 可口可乐错过卖出?

话虽这么说，但是股价的表现有时会和企业的表现出现非常大的偏离，例如在“大泡沫”时期，市场交易价格就远远超出了企业业绩，泡沫破裂后形势又出现逆转。

于是巴菲特接着说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

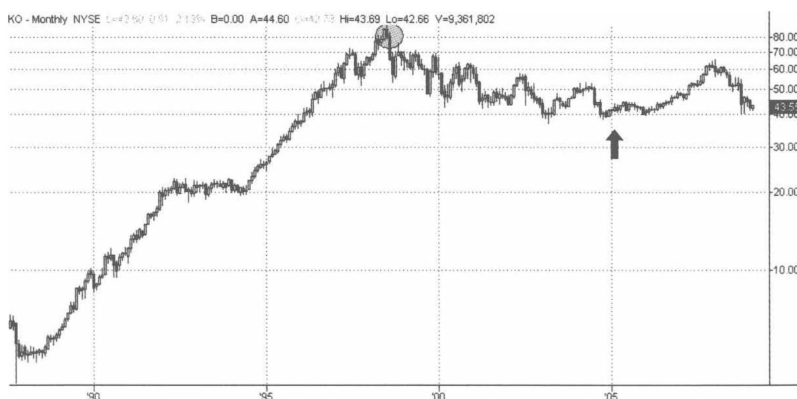
很明显，如果我们准确地捕捉住市场的摆动，那么伯克希尔的运营业绩将会好得多。现在通过光洁明亮的后视镜观察，这一切似乎都很容易，但是很遗憾，通过投资家的挡风玻璃看不见什么，而且他们的后视镜也总是雾蒙蒙的。此外我们极其庞大的投资规模也不适合迅速地买进卖出。

尽管如此，可在泡沫来临的时候，可能还是会有人提出，“巴菲特只是对着那些贵得离谱的股价唠唠叨叨，其实什么也没做”。或许这种批评是正确的。对于我们持有的那几支股票，虽然我当时说过它们的股价超出了它们的实际价值，但我对其昂贵的程度评价过低了。我的确在应该离场时空谈了。

这样那样的说了很多，总之是巴菲特叹息自己在泡沫时期错过了卖出的时机。具体的例子就是可口可乐。

可口可乐股票在 1998 年达到了最高值 86.81 美元（图 24－1 阴影部分），然后就是长期的低迷。巴菲特在撰写 2004 年年度报告中

图 24－1　可口可乐的股价推移



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《致股东的信》的时候（图中箭头所指部分），股价跌了几乎一半，为 40 美元上下。可是他仍旧坚持“大傻瓜理论”，拒绝一切摆动交易。

尤其是可口可乐股票之所以没有卖出，也因为该公司存在内幕交易的可能，想卖而没能卖出，这样就不是“在应该离场时空谈了”，而是“在应该离场的时候而空谈没能离场”。巴菲特这样唠唠叨叨也是为了取得谅解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 25 章　2005 年

得益于英博的百威投资

◆关注高得离谱的 ROE[1]？

2005 年（见表 25－1）新的投资品种中有百威啤酒（图 25－1），从一览表中的数据计算买入价为 48.64 美元，从这个价格可以推断出巴菲特是在 2005 年 2 月买入的。

以后股价出现下跌，到 2005 年年末为 42.96 美元，巴菲特极为罕见地出现了 11.7% 的账面亏损，这时巴菲特是怎样考虑的呢？

巴菲特买入百威时是在 2005 年 2 月，而 2004 年的上市公司年报（10K）是在 3 月 10 日发布的，因此巴菲特买入时是无法读到 10K 的，不过那时三季报已经出来了，巴菲特还是能够以此预测该公司 2004 年整体成绩的。

---

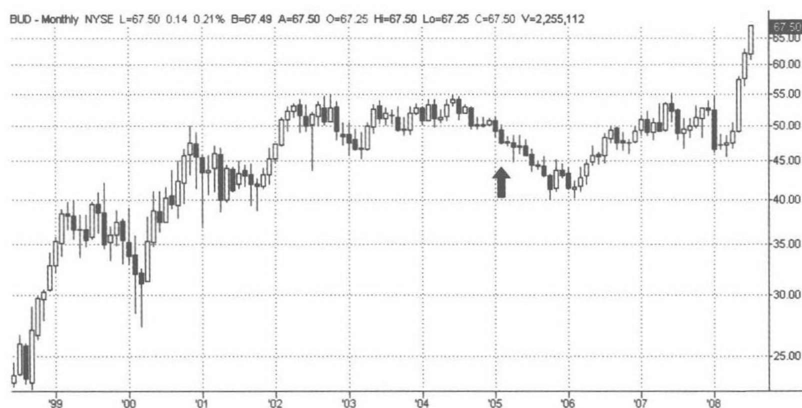
[1] ROE，即净资产收益率（Rate of Return on Common Stockholders' Equity）的英文简称，净资产收益率又称股东权益收益率，是净利润与股东权益的百分比，用以衡量公司运用自有资本的效率。该指标反映股东权益的收益水平，指标值越高，说明投资带来的收益越高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 25－1　2005 年的投资组合

2005	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Washinton Post	1,727,765	0	11,000	0	1,322,000	(376,000)
	Coca-Cola	200,000,000	0	1,298,888	0	8,062,000	(266,000)
	Wells Fargo	95,092,200	38,643,820	2,754,000	2,291,000	5,975,000	2,467,000
	Gillette	0	-96,000,000	0	(600,000)	0	(4,299,000) P&G吸收合并
	American Express	151,610,700	0	1,287,000	(183,000)	7,802,000	(744,000)
	H & R Block	0	-14,350,600	0	(223,000)	0	(703,000)
	Moody's	48,000,000	24,000,000	499,000	0	2,948,000	864,000
	M & T Bank	6,708,760	0	103,000	0	732,000	9,000
	PetroChina	2,338,961,000	0	488,000	0	1,915,000	666,000
	White Mountains Insurance	1,724,200	0	369,000	0	963,000	(151,000)
	Ameriprise Financial, Inc	*30,322,137*		*183,000*		*1,243,000*	
	Anheuser-Busch Cos., Inc.	*43,854,000*		*2,133,000*		*1,884,000*	
	The Procter & Gamble Company	*100,000,000*		*940,000*		*5,788,000*	
	Wal-Mart Stores, Inc	*19,944,300*		*944,000*		*933,000*	
	Others			4,937,000		7,154,000	
	Total			15,946,888		46,721,000	

图 25－1　百威的股价走势图



现在我们观看百威 2004 年度 10K 的各项财务报表，首先注意到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的就是高达84%的ROE（净资产收益率），为慎重起见还可以看一看2002年度和2003年度的数据，可以注意到它处于缓慢上升的过程中。起因当然是因为公司利润本身的上升，但公司回购股票也有很大贡献。因为每年都要进行5%左右的股票回购，公司利润上升和股票回购为ROE上升所做的贡献各占一半。

总而言之，恐怕还是这个高位的ROE吸引了巴菲特。之所以这样说，是因为巴菲特早就有言在先，“仅靠低位ROE赚钱是非常困难的”。ROE这个指标反映了公司管理层运营股东资金的水平，可以说，至少投资高位ROE的企业比投资低位ROE的企业资金的效率要好，因此对股东的回报要高，股价也会上涨。

表25－2　百威的业绩与股价指标

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
销售额（百万美元）	13,566	14,146	14,934	15,036	15,717	16,686
增长率（%）		4.3	5.6	0.7	4.5	6.2
EPS（美元）	2.23	2.51	2.80	2.24	2.55	2.83
股价（美元）	48.40	52.68	50.73	42.96	49.20	52.34
PER	21.7	21.0	18.1	19.2	19.3	18.5
分红	0.75	0.83	0.93	1.03	1.13	1.25
红利率(%)	1.55	1.57	1.83	2.39	2.30	2.38
ROE(%)	63.4	76.5	84.0	47.4	49.9	67.1

另一方面，PER虽然不低，2004年年末为18.1倍到20倍之间，但巴菲特购入时则为17.4倍（图25－2），比以往要便宜。并且还有1.83%的分红，巴菲特应该是在这个时候决定投资的。

◆ 因为萧条卖给了英博

然而，巴菲特投资百威之后，该公司2005年度的销售额只比上一年度提高了0.7%，EPS则为负增长，绝对称不上是好年景。虽然在2006年及2007年有所恢复，但EPS也只是相当于2004年的水平。这种业绩反映到巴菲特这里，就是自从买入了百威，直到2008年2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月三年之久的时间里，股价一次也没有上涨过。（参考第2部第21章）

这时，比利时的英博公司（InBev）突然出现。在2008年5月的后半个月就出现了英博买入百威的传言。到了6月，它终于以每股65美元，总额470亿美元正式提出申购要求。最初百威予以拒绝，双方最终以每股70美元，总额520亿美元的价格达成出售协议。

传言出现之前的股价是52.28美元，巴菲特说“今年美国已经进入萧条期”，如果他判断百威怎样也不会增长的话，70美元的报价对大股东巴菲特而言是非常有吸引力的。虽然他本人对这次收购未做评论，但董事会当然会征求他的意见，而他应该不会提出任何反对理由。

得益于英博的收购，对百威三年多的投资取得了44%的业绩，加上分红达到了50%，也可以算是不错的投资了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 26 章 2006 年

神秘主义者巴菲特的“小秘密”

◆媒体中的传闻首先是错误的

“我们将 2006 年（见表 26－1）底市场价值超过 7 亿美元的公司列表，但有两家例外，因为我们仍在继续买进这两家市值合计超过 19 亿美元的公司。当然，我也可以告诉各位是哪两家，但随后我可能就杀人灭口。”在这一年致股东的信中，巴菲特这样写道。

虽然巴菲特这个人有点啰唆，不过他在投资品种的问题上却保持了神秘主义。自从 1965 年开始合伙经营，巴菲特就公开表示“即使是对合伙人也不会公布具体买什么卖什么”，1983 年发布的表述 13 个原则的“合伙人手册（An Owner's Manual)”中，明确记载了“我们正直坦率，但是在证券投资领域，我们不去公布法律要求以上的具体投资目标”。

至于原因，则是“优秀的投资策略珍贵且罕见，收购企业的意向也同优质的产品一样面临着竞争”。不只是买入，关于卖出也同样三缄其口，因为巴菲特认为“可能会再买回来”。

当然，根据巴菲特“对有信心的品种总是大量购入”的投资风格，往往很快就超出了 5% 的持有比率，依据相关法律的公开规定，投资品种迟早都要公之于众。尽管如此，巴菲特对眼下自己买了什么，如何操作等仍旧保持沉默，所以，“媒体关于我们投资的猜测和传言往往不正确”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 26－1　2006 年的投资组合

2006	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Washinton Post	1,727,765	0	11,000	0	1,288,000	(34,000)
	Coca-Cola	200,000,000	0	1,298,888	0	9,650,000	1,588,000
	Wells Fargo	218,169,300	123,077,100	3,697,000	943,000	7,758,000	1,783,000
	American Express	151,610,700	0	1,287,000	0	9,198,000	1,396,000
	Moody'	48,000,000	0	499,000	0	3,315,000	367,000
	M & T Bank	6,708,760	0	103,000	0	820,000	88,000
	PetroChina	2,338,961,000	0	488,000	0	3,313,000	1,398,000
	White Mountains Insurance	1,724,200	0	369,000	0	999,000	36,000
	Ameriprise Financial, Inc	0	-30,322,137	0	(183,000)	0	(1,243,000)
	Anheuser-Busch Cos., Inc.	36,417,000	-7,437,000	1,761,000	(372,000)	1,792,000	(92,000)
	The Procter & Gamble Company	100,000,000	0	940,000	0	6,427,000	639,000
	Wal-Mart Stores, Inc	19,944,300	0	942,000	(2,000)	921,000	(12,000)
	Conoco Phillipps	*17,938,000*		*1,066,000*		*1,291,000*	
	Johnson & Johnson	*21,334,900*		*1,250,000*		*1,409,000*	
	POSCO	*3,486,006*		*572,000*		*1,158,000*	
	Tesco	*229,707,000*		*1,340,000*		*1,820,000*	
	US Bancorp	*31,033,800*		*969,000*		*1,123,000*	
	USG Corp	*17,072,192*		*536,000*		*936,000*	
	Others			5,866,000		8,315,000	
	Total			22,994,888		61,533,000	

关于他投资方向的传言以及美国证券交易委员会（SEC）的报告，有一点必须加以注意。伯克希尔公司的买入并不是全由巴菲特一人决定。正如 2001 年度的《致股东的信》中所讲，GEICO 的投资组合的负责人是辛普森（Lou Simpson），他独自判断进行了股票买卖，大众认为他代表了伯克希尔公司的整体部署。据说巴菲特也是在“月末的好几天之后，月度报告发布后才得知”辛普森的动作。

有趣的是，巴菲特是如此解释此事：“辛普森的思路和我相似，但是实际购入的品种却并不相同，主要原因在于他能够运用的资金比我少，只能投资小型股票。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更有趣的是，“啊，说起来还有一个小区别”，然后他用小号文字写道：

这几年辛普森的成绩比我好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 27 章 2007 年

持有的条件

◆关于中国石油的目标额的设定

2007 年（见表 27－1）的投资组合最大的变化不是买入而是卖出，即卖出了中国石油。巴菲特是这样说的：

> 查理和我那时感觉该公司的内在价值应该大约为 1000 亿美元。到 2007 年，两个因素使得它的内在价值得到很大提高：油价的显著攀升；以及中石油管理层在石油和天然气储备上所下的大工夫。到去年下半年，公司的市值上升到 2750 亿美元，在与其他大型石油公司比较后，我们认为这大概是它应该有的价值。所以，我们把手里中石油的股票卖了 40 亿美元。

关于对中国石油的投资（图 27－1），我们在第 23 章已经有了详细论述，不过，从上面这段话中，我们可以探求目标市值总额或目标股价的变化。换句话说，巴菲特买入时的市值总额为 300 亿美元强，有望得到 3 倍的股价增长而投资，但是原油价格意外上涨，于是重新设定目标市值总额，定在了 2000 亿美元以上。至于股价，买入价为 20.86 美元，当初的目标值为 62.58 美元，可是形势的变化使他更改目标卖价为 150 美元到 180 美元之间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 27－1 2007 年的投资组合

2007	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Washinton Post	1,727,765	0	11,000	0	1,367,000	79,000
	Coca-Cola	200,000,000	0	1,298,888	0	12,274,000	2,624,000
	Wells Fargo	303,407,068	85,237,768	6,677,000	2,980,000	9,160,000	1,402,000
	American Express	151,610,700	0	1,287,000	0	7,887,000	(1,311,000)
	Moody's	48,000,000	0	499,000	0	1,714,000	(1,601,000)
	M & T Bank	0	-6,708,760	0	(103,000)	0	(820,000)
	PetroChina	0	-2,338,961,000	0	(488,000)	0	(3,313,000)
	White Mountains Insurance	1,724,200	0	369,000	0	886,000	(113,000)
	Anheuser-Busch Cos., Inc.	35,563,200	-853,800	1,718,000	(43,000)	1,861,000	69,000
	The Procter & Gamble Company	101,472,000	1,472,000	1,030,000	90,000	7,450,000	1,023,000
	Wal-Mart Stores, Inc	19,944,300	0	942,000	0	948,000	27,000
	Conoco Phillipps	17,508,700	-429,300	1,039,000	(27,000)	1,546,000	255,000
	Johnson & Johnson	64,271,948	42,937,048	3,943,000	2,693,000	4,287,000	2,878,000
	POSCO	3,486,006	0	572,000	0	2,136,000	978,000
	Tesco	227,307,000	-2,400,000	1,326,000	(14,000)	2,156,000	336,000
	US Bancorp	75,176,026	44,142,226	2,417,000	1,448,000	2,386,000	1,263,000
	USG Corp	17,072,192	0	536,000	0	611,000	(325,000)
	Burlington Northern Santa Fe	*60,828,818*		*4,731,000*		*5,063,000*	
	Kraft Foods Inc	*124,393,800*		*4,152,000*		*4,059,000*	
	Sanofi-Aventis	*17,170,953*		*1,466,000*		*1,575,000*	
	Others			5,238,000		7,633,000	
	Total			39,251,888		74,999,000	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 27－1 接近高点时仍旧持有的中国石油



◆ 通过两次测试的“活力股”

这是巴菲特随机应变的良好事例，意味深长。可是，巴菲特为什么不在中国石油涨到80美元或100美元时卖掉，而是把目标定在高点附近呢？也可以换一种问法，巴菲特继续持有股票的条件是什么呢？

“我必须强调的是：在任何时候，我们不是通过投资品的市场价格来计算我们投资的进展。我们宁可用两条适用在我们自己企业的测试标准，来衡量它们的成绩。”然后，巴菲特列出了两个标准。

第一条，扣除整个行业预期增长后，实际收益是否增长。

第二条，（标准可能主观了一些）就是看它们的“护城河”是否在这一年里变得更宽。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一个标准，也就是说和行业平均水平相比，这家企业是否更赚钱。第二个标准中所谓的“护城河”，依据巴菲特自己的解释就是“让竞争对手日子难过的优势”，只要护城河又深又宽，那么城中的人就越安全，更有利于抵御外敌入侵。用一个金融术语来表达，就是竞争优势（competitive advantage）的高低。

如果合乎这两条标准，那么只要没有达到目标值，巴菲特就一直持有这只股票。这可以说是“长期持有或长期投资的条件”。反过来，如果不合乎这两条标准，那么就不值得继续持有。

即使股价下跌，可是合乎这两条标准的品种仍旧可以称为“活力股”，而不合乎这两条标准的企业股票则成了“仙股”，谁也不知道它能不能在什么时候咸鱼翻身。在投资组合中要经常持有“活力股”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第28章　2008年

巴菲特语录

有一种说法，“支持卖出的最好的理由，是因为发现了更具价值的投资目标。”巴菲特也认同这种说法，2008年的操作就是典型。

2008年（见表28-1），巴菲特为投资箭牌、高盛、通用电气等，卖出了部分强生和宝洁的股票。当然，从资金面上来讲，巴菲特可以在继续持有强生和宝洁的同时投资新的品种，但是，他是这样解释他的行为的：

> 我曾发誓——对投资者和我自己——要让伯克希尔公司高效运转，而不是仅仅持有大量现金。我们不能指望靠陌生人的恩惠去尽明天的义务。如果被迫选择，我不会为了更多利润牺牲哪怕一晚的睡眠。

2008年股市暴跌，市场混乱，消费者不愿借贷，信用缩水，众多的股市投资者完全失去了自信。在这样的年景里，巴菲特是怎样做的呢？

> 去年（2008年）我们持有的债券和股票的价值出现整体下滑，但查理和我都不以为意。实际上这时正好可以追加投资。很久以前，本杰明·格雷厄姆曾经教导我，“价格是你支付的东西，价值是你得到的东西”。袜子也好，股票也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好，我喜欢在优质商品的价格下降时购买。

表 28－1　2008 年的投资组合

2008	股票品种	股票数量	△▼	买入价（千美元）	△▼	时价（千美元）	△▼
	Washinton Post	1,727,765	0	11,000	0	674,000	(693,000)
	Coca-Cola	200,000,000	0	1,298,888	0	9,054,000	(3,220,000)
	Wells Fargo	304,392,068	985,000	6,702,000	25,000	8,973,000	(187,000)
	American Express	151,610,700	0	1,287,000	0	2,812,000	(5,075,000)
	Moody's	0	-48,000,000	0	(499,000)	0	(1,714,000) 持有20%股票的公司
	White Mountains Insurance	0	-1,724,200	0	(369,000)	0	(886,000)
	Anheuser-Busch Cos., Inc.	0	-35,563,200	0	(1,718,000)	0	(1,861,000)
	The Procter & Gamble Company	91,941,010	-9,530,990	643,000	(387,000)	5,684,000	(1,766,000)
	Wal-Mart Stores, Inc	19,944,300	0	942,000	0	1,118,000	170,000
	Conoco Phillipps	84,896,273	67,387,573	7,008,000	5,969,000	4,398,000	2,852,000
	Johnson & Johnson	30,009,591	-34,262,357	1,847,000	(2,096,000)	1,795,000	(2,492,000)
	POSCO	3,947,554	461,548	768,000	196,000	1,191,000	(945,000)
	Tesco	227,307,000	0	1,326,000	0	1,193,000	(963,000)
	US Bancorp	75,145,426	-30,600	2,337,000	(80,000)	1,879,000	(507,000)
	USG Corp	0	-17,072,192	0	(536,000)	0	(611,000)
	Burlington Northern Santa Fe	0	-60,828,818	0	(4,731,000)	0	(5,063,000) 持有20%股票的公司
	Kraft Foods Inc	*130,272,500*	5,878,700	*4,330,000*	178,000	*3,498,000*	(561,000)
	Sanofi-Aventis	*22,111,966*	4,941,013	*1,827,000*	361,000	*1,404,000*	(171,000)
	Swiss RE	*11,262,000*	11,262,000	*773,000*		*530,000*	
	Others			6,035,000		4,870,000	
	Total			37,134,888		49,073,000	

并且，巴菲特还说，“市场混乱正是‘买入’的东风，在投资上，悲观主义是朋友，乐观则是敌人”，他丝毫没有惊慌失措，反而将这一时期的变化当成机会，忙于投资。在从前的股价高位时虽然说过“如果股价下跌就减少玩桥牌的时间”，可是到了 2008 年，巴菲特几乎没有玩桥牌的时间了。相比于桥牌，巴菲特更喜欢赚钱。

2008 年的信贷枯竭让巴菲特想起了餐厅墙上的标语，“我们只相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信神灵，除此以外的各位请支付现金”。在投资界，大把的股票被抛售，取而代之的则是美国国债被当做现金一样被大笔购入。巴菲特认为这种债券市场的高涨是“美国国债泡沫”。

投资界已经从低估风险转变到了高估风险。这种转变不可忽略，因为钟摆已经从一个极端摇摆到了另一个极端。数年以前，我们仍会觉得这番景象不可思议——可以用很便宜的价格买到信用级别良好的地方公债或者公司债券。另一方面，零风险的美国国债的收益几乎为零，从长期来看回报极低。未来人们撰写这十年的金融史时，肯定会提到20世纪90年代的互联网泡沫和本世纪初的房地产泡沫，但2008年下半年的美国国债泡沫可能也会被认为几乎与前几次泡沫一样非同寻常。

巴菲特讨厌借款，而喜欢准备出大量的投资预备资金，同时他也不愿意现金总是放在那里毫无收益。尤其是现在的低利率时代，不愿在现金或比照现金的美国国债上投资。

如果很长一段时间内一直纠缠于现金以及现金等价物，以及现在低利率的美国长期国债投资，其后果肯定相当恐怖。当然，在金融危机的进一步恶化的今天，持有这些资产的投资者会越发自我感觉良好，甚至到自鸣得意的地步。当他们听到所有评论都在说“现金为王”时，他们越发感觉自己决策英明。尽管这些为王的现金不能带来任何收益，而且随着时间推移购买力在不断下降。

然而，投资的目的不是为了让人夸你有多棒。事实上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赞扬经常不具建设性。因为它束缚你的思维，让你的大脑开放性下降，不会对早先形成的结论进行反思。谨防那些让人溢美的投资举措，伟大的举动通常都会让人觉得枯燥无聊。

最后一句可以理解为“小心谨慎”，做到这一点很不容易。巴菲特至今已经有过多次“让人溢美的投资举措”，却从来不曾自满过。在此也可发现巴菲特不为人知的成功秘密。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2部

巴菲特守则

——所谓守则，就是依据有着内在联系的思想制定一种原则。

在第1部里我们按照时间顺序观察了巴菲特的投资行为以及其背后的主导理念，在第2部里，我们对第1部进行补充说明，并以此为基础进行解释、概括和分析，探讨第1部没有涉及到的话题，审视巴菲特的世界以及巴菲特投资的整体形象，目的是为了理解“巴菲特守则”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

sys · tem 守则

1. Complex whole formed from related parts : a combination of related parts organized into acomplex whole 2. Set of principles : a scheme of ideas or principles by which something is organized: Encarta® World English Dictionary

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 29 章

坚固的城池有着宽阔的护城河

◆成就伟大企业的条件

首先，让我们温习一下巴菲特在 2007 年的年报里提到的投资标准。巴菲特和他的投资伙伴芒格一直在寻找符合以下条件的公司。

（1）我们能够理解的企业；
（2）有着长期的适合发展的经济环境；
（3）卓越的可信赖的经营团队；
（4）适当的价格。

请注意，这和我们在第 1 部第 1 章里看到的 4 个投资标准几乎完全相同。这样的投资标准经历了 30 年的岁月，毫无改变地存留了下来。30 年里发生改变的只有巴菲特钱包的厚度。

所谓真正伟大的企业“必须有一道‘护城河’来保护投资获得良好的回报”，这是巴菲特的基本认识。在资本主义世界里，一个赚钱的企业会受到竞争对手的反复攻击，没有一道难以逾越的屏障（护城河）就无法生存下去。例如，GEICO 和 COSTCO 就有着低成本的“护城河”，而可口可乐、吉列、美国运通等的“护城河”则是世界性的品牌影响力和推广能力。这些都是维持一家成功企业所必备的东西。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆需要不断重新开挖的“护城河”不是“护城河”

在这里应该注意的是，很多“焰火般”绚丽多彩的公司拥有的只是幻觉中的“护城河”，立刻就能被逾越，而巴菲特要求企业拥有“永久性”的“护城河”。例如，他的投资回避“发展迅速且不断变化的行业”里的公司，因为上述企业往往只有幻觉中的“护城河”，往往可以轻而易举地逾越。他说：

> 尽管资本主义的“创造性破坏”对社会整体发展很有利，但它不可能有投资的确定性。一道需要不断重复开挖的“护城河”，最终根本就不是“护城河”。

所谓“创造性破坏”，不言而喻，指的就是经济学家熊彼特[1]的“创造性破坏”，一般来讲，其作用虽然被一定程度地接受，但如果一直“破坏”自己投资的企业，或者它始终处于被“破坏”的危机之中，那也就无所谓什么长期投资了，恐怕晚上连觉都睡不好。

巴菲特更进一步说，“依据这个标准，那些依靠伟大的经营者获得成功的企业也要排除在评判标准之外”，这里似乎和前面的第三条投资标准相互矛盾，其实这里指的是“依靠某个超级巨星（Super Star）的企业”。

例如，“在你们的社区有一家医疗企业，由一位卓越的脑外科医生所主导，可能会非常赚钱，但是对将来却无从判断，也就是说，随着外科医生的离去，这家公司的‘护城河’转瞬之间就会消失”。在这种情况下，那位外科医生就很难说是“永久性”

---

[1] 熊彼特，J. A. Joseph Alois Schumpeter（1883—1950），美籍奥国经济学家，当代资产阶级经济学代表人物之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的“护城河”，当他离去的时候，公司无法立刻找到可以代替他的明星医生，也就是说，这时公司“必须重新再挖一条‘护城河’”。所以，无论哪个医生，都不是真正的“护城河”。

因而，这一点也和从前的第二条判断标准具有长期竞争力相呼应。与“创造性破坏”不搭关系，不必反复重挖“护城河”而是拥有一条“永久性”的“护城河”，巴菲特将这样的企业称为“伟大的企业”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 30 章

企业的三种形态——伟大、良好和糟糕

巴菲特根据企业尤其是追加投资的情况，将其分为三类，伟大（Great）、良好（Good）和糟糕（Gruesome）。这一点非常重要，让我们详细看一看。

◆巴菲特的伯克希尔繁荣的秘密

首先，巴菲特称“伟大的企业”为“梦幻般的企业”，伯克希尔公司 1972 年收购的喜斯糖果（See's Candy）就是其中之一。这是一家经营盒装巧克力的企业，正如巴菲特所说，“在美国，巧克力的人均消费量非常低而且没有增长。许多名噪一时的品牌都已消失，并且在过去 40 年中只有三个公司赚到的收益是超过象征性的。”尽管无论怎么看都谈不上有吸引力，但巴菲特还是发现了喜斯的特别之处。

> 1972 年，喜斯销售了 1600 万磅的糖果。去年（2007 年）的销售额是 3100 万磅，年增长率只有 2%。然而喜斯家族在 50 多年建立起来的“持久的竞争优势”却越来越强。
>
> 我们用 2500 万美元买下它时，它的销售额是 3000 万美元，税前所得接近 500 万美元。因为企业维持运营需要资本 800 万美元（每年有几个月，它需要适度的季节性负债）。这样，公司投入资本的 60% 可以成为税前所得。有两个因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素帮助了运营资金的最小化。一是产品是现金销售，没有赊销金；二是生产和销售的周期很短，使库存最小化。

去年喜斯糖果的销售额是 3.83 亿美元，税前利润是 8200 万美元，运营资金是 4000 万美元。所以从 1972 年以来，我们只需投资 3200 万美元（4000 万 - 800 万），以适应它“有节制”的规模增长。同时税前收益总计是 13.5 亿美元，达成了“没有节制”的增长。

这 13.5 亿美元（扣除 3200 万美元后）都流到伯克希尔公司，所得利润在纳税之后，我们用这些钱去收购了其他有吸引力的公司。就像亚当和夏娃偷吃禁果带来了 60 亿人一样，喜斯糖果开启了我们后来的许多滚滚而来的新财源（它对于伯克希尔来说，就如《圣经》上说的：“丰腴膏沃而且生养众多”）。

也就是说，喜斯糖果基本上不需要追加资金就能大幅提升利润，并且用它的收益可以去收购新的目标，使之成为第二个喜斯，为伯克希尔的扩大做贡献。从这里我们可以看到伯克希尔成功的秘密。

在美国，像喜斯这样的企业并不多。

一般的做法是，如果要将公司的收入从 500 万美元提升到 8200 万美元，需要投入 4 亿美元或更多资金才能办到。这是因为成长中的业务，既会因销售额的上升需要更多的运营资金，也会需要更多对固定资产的投资。

而喜斯却能做到这一点，因而巴菲特称之为“梦幻般的企业”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆有“护城河”但需要花钱维护的企业

那么，巴菲特所谓的“良好的”企业是什么样的呢？

一个良好但远远谈不上出色的企业是我们 1996 年收购的飞安公司，这是一家飞行训练公司，有着“长久的竞争优势”。客户如果去选择其他并非顶尖的飞行训练公司，无异于患者在手术前寻找费用低廉的医生。

可是，这项生意如果要增长，需要将收入中的很大一部分再投入。1996 年它的税前运营收入是 1.11 亿美元，在固定资产上的净投资是 5.7 亿美元。我们买下后产生了 9.23 亿美元的折旧费，还必须购买飞行训练模拟器以适应层出不穷的新型飞机，资本支出总计为 16.35 亿美元，现在我们的固定资产，扣除折旧后达到 10.79 亿美元。税前运营收入在 2007 年达到 2.7 亿美元，与 1996 年比，增加了 1.59 亿美元。我们增加投资 5.09 亿美元，得到了这样的回报，虽然赶不上喜斯糖果，但还算是不错的回报。

5.09 亿美元是 10.79 亿美元减去 5.7 亿美元的差额，之所以说它赶不上喜斯糖果，是因为喜斯只用了 3200 万美元的追加投资就把利润从 500 万美元提升到了 8200 万美元，可飞安公司却用了 5.09 亿美元，收益却只从 1.11 亿美元提高到 2.7 亿美元。毫无疑问，喜斯的“效率”更高。

如果仅仅计算经济回报，飞安公司是一个良好的，但绝非超乎寻常的企业。很多企业都属于这种“高投入高产出”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司。例如，我们对电力、燃气等公用事业公司的投资，从现在开始的10年里，我们可以从这样的企业里赚到很多钱，但是我们需要投入数十亿美元的资金才能实现。

◆微软和谷歌都属于“伟大”一类

到这里需要把意见归纳一下了。

即使投资于为实现成长而有大量资金需求的公司，也可以是一项满意的投资。

一个用4亿美元的有形资产净值，能赚到8200万美元税前收益的公司，实在没有什么好自惭形秽的，不过它所有者的盘算与喜斯糖果的是完全不同的。不需要大量资金投入却能长久保持收益提升的公司实在是好极了，不信就去问问微软或谷歌（google）吧。

那么我们现在就问问谷歌。

表30－1是我制作的FCF表，把最近季报中的销售额、毛利、收益、现金流等数据加了上去。对于这个表格的读法请参考我以前的著作《从互联网开始！用1000美元开始美股投资》。巴菲特的意思，如果用现金流的概念加以说明，就是产生高FCF的企业更好。

具体到谷歌，我们看三季报的数据，相对于4.52亿美元的前期投资，取得了12.9亿美元的收益，FCF高达17.33亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 30－1　谷歌的业绩推移（季报）

（单位：百万美元，%）

	2007/12/31	2008/3/31	2008/6/30	2008/9/30
销售额	4,827	5,186	5,367	5,541
比前一年同期的增长率	50.60	41.50	38.60	31.00
比前期的增长率	14.10	7.40	3.50	3.20
毛利	2,871	3,076	3,220	3,368
对销售额比率	59.50	59.30	60.00	60.80
营业收益	1,441	1,546	1,578	1,648
对销售额比率	29.80	29.80	29.40	29.70
纯利润	1,206	1,307	1,247	1,290
NCA（非现金项目）	198	483	573	638
CCF(核心现金流)	1,404	1,790	1,820	1,928
WCCF（运营资金）	289	－11	－54	257
OCF(经营现金流)	1,693	1,779	1,766	2,185
CBI(核心企业投资)	－678	－842	－698	－452
FCF	1,015	938	1,069	1,733

◆电力业里东京电力如何?

接着，巴菲特举了电力业的例子，用来说明“为实现成长而有大量资金需求的行业”。让我们看一看东京电力的 FCF 表。

这不是季报而是年报的数据（见表 30－2），折旧（NCA）很高要求现金流稳固，因为投资所需资金比收益要大，为继续维持运营需要资金投入。正如巴菲特所说，这样的电力企业虽然没有什么“自惭形秽”的，但也绝不是“梦幻般”的企业。

不只是东京电力，世界上所有的电力企业都和服务地域紧密相连，这一点符合最初的“持久的竞争优势”，可是万一面临着突如其来的竞争的话，就会有一下子变成我们下面讲述的“糟糕的企业”的危险。当然，我们这里说的是“万一”，作为公共设施的一部分，首先电力业不会面临激烈竞争的危险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 30－2　东京电力的业绩推移（年报）

（单位：百万日元，%）

	2005/3/31	2006/3/31	2007/3/31	2008/3/31
销售额	5,047,210	5,255,500	5,283,030	5,479,380
比前年同期的增长率率	3.98	4.13	0.52	3.72
毛利	566,304	576,277	550,911	136,404
与销售额的比率	11.22	10.97	10.43	2.49
营业利润	566,304	576,277	550,911	136,404
与销售额的比率	11.22	10.97	10.43	2.49
纯利润	226,177	310,388	298,154	－150,108
NCA	817,878	771,328	749,816	761,221
CCF	1,044,060	1,081,720	1,047,970	611,113
WCCF	71,088	35,792	－22,474	136,462
OCF	1,115,140	1,117,510	1,025,500	747,575
CBI	－493,719	－621,827	－517,853	－647,871
FCF	621,424	495,681	507,643	99,704

◆ 令人毛骨悚然的“糟糕”企业

最后那种“糟糕”的企业是什么样的呢？巴菲特用了毛骨悚然的糟糕（Gruesome）这个词来表现。

> 糟糕的企业是那种收入增长虽然迅速，但需要巨大投资来维持增长，但是又赚不到什么钱的公司。
>
> 例如航空公司。
>
> 从莱特兄弟飞行成功的那天到现在，这个行业就不存在什么长久的竞争优势。事实上，如果有先见之明的资本家在基蒂霍克[1]（Kitty Hawk，莱特兄弟试飞的地方）把奥利佛·莱特打下来的话，他的后辈资本家们一定会感激他。
>
> 航空公司从它开出第一个航班开始，对资本的需求就是贪得无厌的。投资者往往受到公司成长的吸引，在本应对它敬而远之的时候，将钱源源不断地投入这个无底洞。很惭

[1] 基蒂霍克（Kitty Hawk），莱特兄弟试飞的地方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

愧，1989 年我也曾使伯克希尔投资美国航空公司（U. S. Air）。可付款支票上的墨迹未干，美国航空就开始盘旋下落，不久它就不再支付给我们优先股的分红。1998 年航空公司的乐观论爆发（它总是被误导），我们很幸运地在高点卖掉了手里的股票。10 年后美国航空申请破产了，两次！

◆ 绝不可忘记的“两个口诀”

上面谈的就是巴菲特所谓的企业的三种形态。

首先重要的是，要投资的企业应该具备“持久的竞争优势”。第二点则是应该选择投资回报丰厚的企业，或者换一种表述，即有着高 ROI（Return On Inuestment，投资回报率），或者拥有高自由现金流的企业。

不言而喻，最应该回避的是“最糟糕的企业”。可是就像巴菲特所说的那样，有些糟糕企业因为有限的成长力，投资者往往受到迷惑，以为它们有光明的未来。这种企业看上去味道鲜美，实际上是“毒蘑菇”。

比如最近的事例，2000 年泡沫时代的通信公司。光纤维看上去有着非常光明的前途，然而要压倒竞争对手则需要无穷的资金，各个公司也都反复增资，投资者投入的资金以 10 亿美元为单位。

更近一点的梦想故事则是新能源。大家都认为它们有着必要性和成长性，但到了实际投资的时候，最好还是想一想巴菲特的“两个口诀”——“持久的竞争优势”和“自由现金流”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 31 章

优秀企业的简单的辨别方法 ——“Blooper 经营”

◆快乐的董事会和痛苦的董事会

有没有简单的方法来判断一个企业是优秀还是糟糕呢？有一次，芒格在接受采访时，将经营过程中轻松愉快的决策过程称为“Blooper经营”，并将其作为区分优秀企业和糟糕企业的根据。

我听说很久以前，巴菲特在谈到优秀企业和糟糕企业的区别时，认为前者总是能够很容易地做出经营决策，而后者却面临着“推行吗?”“凭这些钱能创造出价值吗?”等问题，决策极为困难。正因为如此，在两个企业之中，只要看看哪个企业总是层出不穷地放出“管理 Blooper”，立刻就能判断出哪一个是优秀企业了。

所谓 blooper，是棒球比赛时经常用到的词，意思是软绵绵的，虽然有“臭球”的意思，在这里却是“虽然软绵绵的却战胜了对手”的意思，我想他讲的是“治大国若烹小鲜”。

例如，对我们来讲，做出让喜斯糖果在加利福尼亚的商业街上开设一家新店铺的决定并不难，因为我们预见只要开张就能成功。这就是 blooper。相反，很多企业的董事会的待

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决文件堆积如山，这样的企业恐怕不妙。

巴菲特说过，“可口可乐的董事会工作都很简单。虽然可以用ROI去判断，但那种数据对我来讲已经是无所谓了。因为这种企业的利润就像得到了保证一样”。

相反在美国航空的董事会，没有什么钱却讨论“是否应该收购东部航班公司”。实际上，根本没有选择，只有痛苦。并且谁也不能确定这笔投资将来是否能够勉强收回现金。那么，查理，我们买美国航空的股票吗？还是增持可口可乐？

尽管巴菲特说过“投资先考虑企业的质量然后才是价格”，但是显然上面这段话更容易理解。我们普通投资者没有出席董事会的机会，但面临投资决策时，现在的董事会在讨论什么呢？他们的决定是不是毫无争议的blooper？想象一下这些绝不是没有意义的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 32 章 企业与投资是一样的

◆优秀工商人士投资失败的原因

如果用其他语言表述巴菲特的意见，就是：

如果理解企业经营就能理解投资。因为投资不过是资本分摊意义上的企业决策。

如果是这样的话，那么任何一个工商人士都可以取得投资的成功。可是事实上并非如此。他们为什么失败呢？详细考察巴菲特的想法，他的理由有如下两个：

其一，没有认识到股票投资和企业经营是相同的；

其二，缺乏作为工商人士的基本能力或判断。

投资股票和玩弹子球或打麻将不一样，其背后是企业，企业的背后则是经营，经营的背后则是决策。也就是说股票投资需要有洞察整个行业的能力。所以，缺乏商业经营判断的人本来就不适合于搞股票投资。

可是，有些公司职员，或者在企业从事劳动的人并不缺少经营判断，如果他们投资股票也失败了，我想是第一个原因居多。

这样，前面的结论也可以表述成，如果像出色的工商业人士进行经营判断一样去进行股票投资，就可以成功。

在企业经营领域，很多业界人士都用非常严格的标准去评价项目，但一到股票这里，只依靠简单的调查、图表和传言就轻易地买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，或者干脆像赌博一样冒险操作。这些基本都和巴菲特的投资行为处于相反的方向上。如果靠这些已经赚到了钱倒也不错，如果还没有赚到钱，那么最好转换到“像工业界人士一样投资股票”的方向上来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 33 章

DEBT（欠账借款）是大忌

◆巴菲特从未借过钱

巴菲特说过"在伯克希尔借款是大忌"。如果借了款，那么"债权人就可以肆无忌惮地把手伸过来把你的钱搂走"。

虽然借钱是个人问题，但有时也能引起社会问题。2000 年的科技股泡沫，用巴菲特的话说就是"大泡沫（The Great Bubble）"破裂后引起股价暴跌，证券公司向普通投资者和投机者以高利率放款，其佣金账户还可以利用信用杠杆；2007 年到 2008 年，不动产泡沫崩溃，其原因也在于银行和抵押公司只追求眼前利益，以高利率放款的结果。

巴菲特一生中从未借过钱。想想他的做法吧，对于借款，如果实在是迫不得已，也一定要在能够控制的范围内进行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第34章

说是简单其实并不简单

◆巴菲特式的轻松投资术＝30厘米跨栏

凡是困难的事情都不要去尝试。奥运会上自如地展示跳水动作，难度越高越能获得高分，而投资和跳水表演不同，只要正确地实施，简单地入水也能取得同样的结果。没有必要空中回转三周半，从水池边滑进去和漂亮的空中动作的得分一样。

对巴菲特而言（或者也可以说对我们大多数人而言），所谓2.4米的跨栏，举个例子就是对微软或英特尔的投资。

提起微软或者英特尔，我不知道10年以后他们会怎么样。我不愿意参加别人占有优势的比赛。如果我用1年时间学完高科技的东西，可是我对科技的理解分析能力还是不能进全美100强或者1000强，不，就是10000名也进不去。对我而言，科技就是2米或2.4米的栏杆，能跳过去的大有人在，但是，我做不到。

◆不要把简单混同于容易

对巴菲特而言，2.4米的栏杆并不只是科技。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能有人大量贮藏可可豆，可是我对可可豆一无所知。除此之外，我不明白的东西还非常多。有人批评说，我应该加强学习，直到弄懂为止。可是我担心学完了还是不明白，结果白白浪费了时间。对我来讲，打简单的球要好得多。

避免投资弄不懂的企业 = 避免“不简单的”投资，投资能够理解的企业 = 简单投资，这就是巴菲特的做法。为什么简单至上呢？因为跳过 30 厘米的栏杆和跳过 2.4 米的栏杆所得到的报酬是一样的。

这就是我们所能听到的非常简单的投资手法。实际上，巴菲特努力地简单投资，但简单和容易却不是同义词，他和芒格的对话告诉了我们这一点。

芒格：重质量还是重价格，现在投资游戏是必须同时考虑质量和价格的游戏了。关键的是和支付的价格相比质量如何，这很简单。

巴菲特：但这并不容易。

芒格：对，很不容易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第35章

一年一头“巨鲸”

◆只有正确买进才有高回报

20世纪90年代末股价上涨，没有什么可买的。

当股价上涨，无法发现任何可以购买的品种的时候，要等待多久呢？我认为要永远等待下去。不要为买而买，只买那些你认为有吸引力的品种。有时股价会下跌5%或10%，这时买入就不会犯大错。买入这种行为和回报并没有联系，只有正确买入才会有回报。

我喜欢捕捉“巨鲸”，因为归根结底那才是我的风格。

投资者都分别有着自己的风格。虽然巴菲特称自己的风格是“捕捉巨鲸”，但与其说是风格，不如将其称为巴菲特投资手法的必然结果。

因为，对于绝无仅有的但确实能赚钱的投资机会，虽不至于倾囊而出但也拿出相当大的一笔资金投入进去，必然能得到可期待的巨额回报。

巴菲特认为，成功的投资一年有一次就够了。一年一次，在恰当的时点买进恰当的股票，就可以了。话虽如此，可有个前提，那就是目标一定要在将来成长为一头“巨鲸”，如果将来仍旧是一条小鱼，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那谁也成不了亿万富翁。

◆今天是小鱼，明天就是巨鲸

巴菲特钓上来的巨鲸，正如我们在第 1 部看到的那样，有 GEICO（政府雇员保险公司）、华盛顿邮报、美国运通、可口可乐、富国银行等，在这里需要注意，就是它们最初都不是“巨鲸”。

虽然巴菲特在买入可口可乐和富国银行时，它们可能有普通鲸鱼那么大了，可仍旧不是“巨鲸”，并且，巴菲特在注意 GEICO 和华盛顿邮报时，它们根本不是鲸鱼。观察巴菲特的收购目标，都是类似巧克力制造商、家具商、宝石商等的小企业。

尽管如此，观察他近来的投资目标，他比较侧重于时价总额相对较高的大型股票品种了。这是因为伯克希尔公司的规模本身变得很大了，需要寻找与其相称的投资目标，并不是说中小型股票就缺乏吸引力或者风险太高。

其实，如果没有那么大的投资金额，巴菲特的确更喜欢中小型股票。他无论如何也要捕捉巨鲸，而不是买入巨鲸。今天的巨鲸绝不等于明天的巨鲸，这就是股票投资的世界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 36 章

"懂得"企业的真正意义

◆巴菲特最有价值的忠告

2008 年，在接受一家电视台的跟踪采访时，巴菲特一边吃着麦当劳的汉堡，一边若无其事地说出了以下的话：

> 我不看股价的变动，也不听人谈论下一季度的利润，也不看走势图。我只观察企业本身。
>
> 观察企业有什么意义呢？它使我必须去理解这个企业。有非常多的企业我无法理解。我能理解可口可乐，理解吉列，也理解箭牌口香糖，我能理解这些。我在这里所说的"理解"的意思是，可以清晰地看到这个企业 10 年或 15 年以后的状态。这才是"理解"企业。

我听到这番话的时候犹如醍醐灌顶，觉得巴菲特这样那样说得非常多，有时我能理解他的投资行为，有时不能，但听了这番话以后，我全都理解了。

这不足 1 分钟的谈话，是巴菲特投资的精髓，是迄今为止他没有向任何人道破的秘密。诸位读者在阅读完本书之后，请再次阅读一下巴菲特的这番话。什么时候理解了这番话，也就理解了什么是投资。下面我将这番话的原文抄录下来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

I don't think about the price action of the stock or I don't think about what people are saying they are going to earn next quarter, this quarter or look at charts; just plain look at the business. Now, just what does that mean. That means I have to understand the business.

A lot of businesses I can't understand. I can understand Gillette, I can understand Coca - Cola. I can understand Wrigley's chewing gum. And those are things that I can understand and I kind of, when I say I can understand, I mean I have a pretty good idea of what they are going to look now, ten, fifteen years from now. That's understanding the business.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 37 章

人生的秘密＝不公平的金球制[1]

◆智商 100 的人怎样击败智商 140 的人

世界上有些人喜欢竞争，有些人不喜欢。有意思的是，喜欢竞争的人未必总能在竞争中占据上风。巴菲特有过一段有趣的议论。

> 通用电气公司前总裁杰克·韦尔奇说过，“如果你不能取得第一，那么就从这个领域撤退吧！”现在，克隆出 500 位杰克·韦尔奇，如果他们都成了世界 500 强公司的总经理，会怎么样呢？

如果全体 500 个总经理都像杰克·韦尔奇那样机智敏锐，可是因为“自我中立化”的原因，所有的 500 家企业未必都像通用那样成为超一流的企业。

这就和 500 个人下棋，或者打（巴菲特所喜欢的）桥牌一样，恐怕 500 个杰克·韦尔奇中会出现很多失败者。

也就是说，在自己的周围，如果都是头脑同样聪明的人，那么比赛的胜负就会由头脑聪明之外的因素决定。这和 500 个笨蛋进行比赛一样，优胜者和失败者都会产生。从某种程度上讲，这和股票投资很

[1] 金球制就是所谓的突然死亡法，指的是在加时赛中谁先进球谁获胜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相似。巴菲特说：

> 你头脑聪明，智商140，可是周围的人的智商也都是140。你智商100，有些不济，可周围的人智商都是80，有点傻，那么后者的情况远胜于前者。人生的秘密之一就是“减少竞争”。

但是，如果你智商100，却不得不和智商140的人较量，该怎么办呢？最好用头脑以外的因素去较量。

> 面对棋类项目的世界冠军如何是好？应该和对方进行棋类以外的比赛。竞争不过杰克·韦尔奇怎么办？和他比赛高尔夫球好了，尽管他有着69杆的技艺。

◆巴菲特的“双倍不公平的金球制”战略

人生成功的秘密不是“输赢靠运气”，而是“不战而胜”或者“开始时就已经获胜所以最后成功”。换句话说，就是“在对自己有利的情况下比赛”。

在不同的领域，20世纪50年代到60年代的美国汽车拉力赛中有个名叫马克·多纳休的赛车手。他在大学里就是汽车工程师专业的学生，善于调整汽车发动机和悬挂系统总成。当时的参赛选手都是只依靠灵敏反应来提高速度，因为赛车这种“武器”从出厂开始就是不一样的，他们一起比赛的时候，马克·多纳休的车当然最快。就这样，他每次都能击败其他选手。他自传的标题非常引人注目，叫做《不公平的优势》。他的优势简直可以说到了不公平的程度，在比赛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始之前就胜负已定了。

巴菲特的智商至少有140吧，尽管头脑聪明，他却回避智商160的人，而仅和智商80的人比赛。也就是说，他的投资目标“不是要越过2米的栏杆，而是跨越30厘米的栏杆”。最初就看到了比赛的胜负，所以绝不可能输掉。正是这种投资手法，可以说是“不公平的优势”吧。

当然，投资目标应该是那些具有“不公平优势”的企业。利用有着“不公平优势”的投资方法，去投资那些有着“不公平优势”的企业，说起来，这还是利用“双倍的不公平优势”来进行投资呢！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 38 章

非巴菲特式投资的问题

◆格雷厄姆式“账面价值投资”的陷阱

尽管只是“投资”两个字，却有着各种各样不同的做法。在以前的拙著《从互联网开始！用 1000 美元开始美股投资》中，我介绍了其中的几种，请读者注意一下它们各自的优点以及相关读物。现在我谈论一下平时没有涉及的问题。

首先是巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆所谓的“价值投资”，巴菲特称之为“烟蒂投资”。本书已经讲过，巴菲特在初期阶段曾使用过这种手法，后来随着时间的推移，渐渐疏离了。

所谓“烟蒂投资”，简单说就是“PBR 在 1 以下的时候买入，等它回到 1 的时候卖出”。格雷厄姆的解释是，PBR 在 0.7 倍的时候就已经很便宜了，如果能在 0.5 倍的时候买入，就更能确保它是“稳赚(safety of margin)”。

这种手法的问题首先在于账面价值本身的价值。其基本思想本是企业停滞的时候居然比活跃的时候更有价值，可巴菲特也根据伯克希尔的管理经验，对企业停滞时的价值等于账面价值的判断持怀疑态度。只要看看资产负债表，立刻就能知道账面价值，可它是不是就是时价则非常可疑，对格雷厄姆而言，企业经济上的交易很遗憾地不算账面价值而是时价。

并且，用这种手法去寻找投资目标，适合的企业往往面临着倒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

闭，或者就是夕阳产业，财务上存在着大量问题。格雷厄姆认为，“避免问题正是投资者的工作”，从这个角度看，可以说“烟蒂投资”就是自己去主动寻找问题的投资手法。

◆将困境中的企业和徘徊的企业区别开来

和“烟蒂投资”在某种角度上比较类似的，是对“困境反转型企业（企业将来还有重振的可能）”的投资。这种投资手法要求投资者关注那些因某些问题而价格暴跌的品种，巴菲特认为这是很困难的，并且很多品种的价格落下去之后很可能再也回不来了，更有甚者，问题变得长期化，或者更加恶化，甚至于企业倒闭。

这里的关键是，把那些“困境反转型企业”和巴菲特所喜欢的“暂时出现问题但可以解决的企业”加以明确区分。所谓的困境反转企业，例如企业长年累月树立起来的品牌突然因某种原因遭到彻底破坏，或者因为新技术的应用，企业的主打产品变得滞销了，这样的企业就出现了长期而深刻的问题。

而与此相对，所谓“暂时出现问题但可以解决的企业”，比如因为总经理个人出现了丑闻，导致股价暴跌，或者因意外灾难导致了巨大损失，但企业的基础部分，也就是“竞争优势”却并没有丝毫改变，只是需要面对严重问题的企业。我将这种企业称为“徘徊中的企业”，乍一看，它可能和“转机企业”有些相似，其实却大不一样。对于“转机企业”，在某些阶段需要停止投资，仔细观望，或者最好等它真的实现了咸鱼翻身之后再进行投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆费雪[1]式“成长股投资”的要点

和“转机投资”正好相反的，是所谓“成长股投资”，即投资面向的企业不分新旧，只要每年的销售额以百分之几十的速度增长，或者有这种增长的可能性，有势不可挡的增长趋势的企业。其理论代表是菲利普·费雪，巴菲特也称他为自己的老师。

这种投资手法的问题在于，首先容易忽略企业的财务状况，尤其是把目光都盯在增长本身的时候，企业财务上存在的很多问题都在突出的潜在成长性面前得到默许，这样本来可以发现它难以实现长期繁荣但还是不由自主地选择了这个企业。

还有，一般的成长往往需要先行投资。有些企业表面看上去就要实现惊人的增长了，却像流水一样浪费着投资者的资金，这种企业很可能是巴菲特所谓的“最糟糕的企业”。

并且，在通常情况下，有着成长力的企业往往以年轻企业居多，只观看潜力的投资可能和“概念股”相混淆。尤其是，在注重成长性的投资上，更需要冷静的判断。

◆彼得·林奇“理解”投资目标吗？

虽然性质稍有不同，但位于价值投资和成长股投资中间的，恐怕就是在股票投资上实行“民主化”的彼得·林奇式紧贴生活型投资。他从食品、餐厅、连锁店等每天生活都要接触的东西中寻找线索，把和从业人员交谈作为“侦查任务”，认为这样就可能碰上极佳的投资机会，因为是“家庭主妇都能胜任的股票投资”而比较流行。

---

[1] 菲利普·费雪（Philip A. Fisher，1907—2004）：现代投资理论的开路先锋之一，成长股价值投资策略之父，教父级的投资大师，华尔街极受尊重和推崇的投资专家之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇式的投资，归根结底，可以说是重视产品的投资。应该注意的是，产品的优劣只不过是决定企业命运的因素之一。其他如成本、渠道、财务、预见性、业界、经营团队、价值等，需要考虑的因素还非常多，可他却被眼前的产品所迷惑进行投资。

不只限于日常快速消费品，比如高科技产业也是如此。只知道这个企业拥有着优秀的人才，或者只注意到它拥有很多专利，并且在专心致志地搞设计，于是进行投资。可是优秀的人才、大量的专利等不过是企业竞争力的要素之一。应该认识到这一点，否则就有沦落到缺乏客观性的自我本位投资误区里的危险。

林奇式投资还有一个缺点，就是中意的企业往往很多，以至于超出了需要。林奇在忠实地运营资金时，他参股的品种多达 1500 个，已经远远超出了能够管理的范围。他的投资哲学，一言以蔽之，就是“投资自己知道的东西”。可是，这种“知道”和巴菲特所谓的“理解”大相径庭。很难想象林奇能“理解”1500 家公司，不过据说林奇每天 24 小时连睡觉都在考虑股票，可能他还是“理解”了吧。那么他作为基金经理 13 年，呕心沥血就绝不是偶然的。和他相比，巴菲特之流只管理着区区几十个品种就显得轻松多了。当然，我们在这里也不必再重复什么“简单却并不容易”了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 39 章

成功投资者的资质

◆超越电脑的回避风险的基因

巴菲特曾经表示，“我们的投资手法虽然简单，却并不容易”，正因为如此，他在回答“普通人怎么办才好”的问题时才说，“投资于 SP500 的联动基金就可以了”。

但这并不是说，巴菲特必须选择的接班人只要投资 SP500 的联动基金就可以。那么接班人必须具备什么条件呢？在 2006 年的年度报告中，他说：

> 选择接班人这件事恐怕不是一项简单的工作，当然，寻找一个头脑聪明、投资成绩良好的人并非难事，然而对于长期投资而言，只是做到头脑清晰、近期成绩良好是远远不够的。
>
> 股市等这类市场，长期来看无所谓寻常，它有时会表现出令人难以置信的举动，只要稍有差错，漫长的成功历史就会顷刻间化为乌有。因而我们需要认识危险的风险，包括那些我们从没经历过的风险，因此我们需要的接班人应该拥有避免风险的遗传基因。

接着，巴菲特又说，“对于蕴含于各种投资战略中的某些危险，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用现在投资界经常使用的电脑程序去建立的投资模型进行计算和推测是没有意义的"，这里明确暗示了 1998 年 LTCM 危机❶。

这一年，世界金融市场遭受俄罗斯货币危机的影响，股市、汇市、债市出现了暴涨暴跌，到了 9 月，LTCM 的套利基金破产，金融动荡的范围一下子就扩大了。这支基金是由前所罗门兄弟公司的传奇分析师 Meriwehter、发明期权的不合理价差公式而闻名的 Myron Schols、企业金融理论的旗手 Robert Merton（和 Myron Schols 同为 1997 年诺贝尔经济学奖得主）等人设立的专业套利基金，总资产额 48 亿美元，最低投资金额为 1000 万美元，一旦加入则 3 年内不能解约，极为强势，但 1998 年的业绩为 -52%，仅在 8 月份一个月就亏掉了 44%。

所谓套利交易，就是低买高卖，价差缩小之后再进行相反操作。但拥有着这些"思路清晰"的基金经理的 LTCM 则是"以过去的经验为基础，把缜密的数学方法利用到电脑建立的投资模型上"，实行套利交易，事实上他们也的确赚了很多——结果 1998 年发生了史无前例的俄罗斯金融危机，他们引以为傲的计算机投资模型也灰飞烟灭。

◆一流投资家必备的四种能力

并且巴菲特继续说：

---

❶ LTCM 危机：美国长期资本管理公司（LTCM）与量子基金、老虎基金、欧米伽基金一起被称为国际四大"对冲基金"。它以"不同市场证券间不合理价差生灭的自然性"为基础，制定了"通过电脑精密计算，发现不正常市场价差，资金杠杆放大，入市套利"的投资策略。在 1994～1997 年间，LTCM 的业绩辉煌骄人。但是不能忽略的是，这套电脑数学自动投资模型有一些致命之处：模型假设前提和计算结果都是在历史统计基础上得出的，但历史统计永远不可能完全覆盖未来现象。电脑自动投资系统面对原本忽略不计的小概率事件，错误地不断放大金融衍生产品的运作规模，最后导致失败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情绪的控制也十分重要。独立思考、心智稳定，以及对人性和机构投资者的行为有着敏锐的洞察力，这些都是成功进行长期投资所必不可少的资质。我看过很多聪明绝顶的人，但都缺乏这些资质。

除了“头脑聪明”，一流的投资家，即“成功进行长期投资”的投资家，巴菲特认为他们应该具备以下几个条件。

(1) 对运用过去的数据、统计以及计算机等无法认知的风险本能地有所预知并且予以规避的能力。(≒直觉)

(2) 独立的分析能力，深刻的思考能力。(≒强韧的头脑)

(3) 沉着冷静，错过了抄底和逃顶时的控制情绪的能力。(情感控制力)

(4) 相对于平庸的金融专家愚蠢的投资行为进行“反向操作”的能力，“百万人都在做但我可以不做”，善断。(毅力、执行力)

头脑聪明是当然的要求，不过同时能满足这几项条件的人恐怕不多吧？这个人必须独立思考且不唯我独尊，有着喜怒哀乐的情感却能沉着冷静，能够超越众人的平庸见解，有着独立分析基础上的预见性和判断力。

巴菲特曾在其他场合说过，“在投资领域，智商 160 的人的成绩未必比智商 140 的人更出色”，听了这话的人就囫囵吞枣地以为，“是这样啊！这么说虽然傻瓜肯定不行，但头脑不聪明也未必就不能成功投资啊，简单！简单！”事实上，巴菲特的本意是，“头脑的聪慧达到了一定水平固然很好，但只有这个还不够，还需要其他一些资质(如上所述)，多数人在那些方面都有所欠缺，所以一般人最好还是不要贸然投资”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这或许可以说是一种禁忌。面对着来证券公司窗口开设账户的人，没有一个证券经理会说，“你太笨，也谈不上什么资质，请不要投资了”；或者也没有一个基金经理会说，“我这个基金经理智商160，虽在其他资质方面有欠缺，但我可以不断努力，请给我的基金投资吧”。但是巴菲特的话或许就是谁也不肯道破的事实。

◆别被巴菲特的外表所欺骗！

如果用这种理论刁难一下巴菲特“平常人投资指数基金是最好的选择”的忠告，就是：

大家认为投资那些事只有我和芒格，以及我的接班人可以做，自己还是算了，还是终止自己的投资，并且连基金也不再自己选择(虽不能获利，但对于资质欠缺的人的确比较安全)，只投资指数基金就可以了。

但是，只要反复读一读巴菲特所说的话，就会发现他想表达的意思是，“世上头脑聪明的人很多，但作为投资者，只有聪明还不能说具备了成功的条件”，或许其他的资质比一个聪明的脑袋瓜更重要呢！

总之，关键是不要被巴菲特慈祥的面孔和时而诙谐的言语所欺骗，以为谁都可以投资，纵然头脑愚笨，疏于努力学习，缺乏素质和灵性等也可以成功。我们不应该有丝毫侥幸心理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 40 章

决策时不要拜访公司

◆披露的信息已经足够

在进行投资决策的时候，往往有人提出忠告，“应该拜访这家公司打探一下虚实”。这就是所谓的“用脚投资”，比如彼得·林奇就是一个绝佳的例子。还有，在新兴市场投资流行以前就投资于世界各国公司的马科斯等，一年之中的绝大部分时间都耗费在拜访国外公司上了。

不错，和实际的经营团队或管理者会面交谈可以得到各种各样的信息作为参考，但拜访公司必须耗费时间和精力，非常不适合普通的投资者。成功投资一定要拜访公司吗？

巴菲特年轻的时候，经常拜访想要投资的公司，和经营团队进行交流，但是现在他认为不必去拜访公司了。

> 50 年前我经常和经营管理者交谈，访问过二三十家公司。但是，我已经很长时间没有继续那么做了。今天，我们得到的文件和信息几乎披露了所有必要的信息。

而芒格则更加激进，认为拜访公司是“无用的”。

> 本来巴菲特师从的本杰明·格雷厄姆就认为拜访公司没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有意义，只要观察公布出来的客观事实就可以了。他教导我们，公司的经营团队基本上都会说谎，或者向错误的方向引导你，所以我们应该只看事实。

◆只在有特殊问题时才会见经营者

尽管如此，“如果你头脑非常聪明，能够和经理进行1小时面对面的单独交流，或许还是有益处的”。

可是，在实际情况里我相信，即使是头脑聪明的人，面谈能够产生作用的也只有60%，其他40%则没有作用。所以平均看来，和管理者交流是否有意义还是个疑问。

芒格指出，拜访公司或者与经营者交谈都是效率低下的，相反他们更多地研究公司。巴菲特说：

我不认为和管理者会面有什么作用，很多情况下，他们并不是最好的“报告者”，还是数据告诉我们的更多。所以，我们不会经常和管理者交流。

芒格说得非常有趣：

这是很多年以前的事情了。那时巴菲特和我对一家公司产生了兴趣，所以巴菲特花费了两三个小时，和那家公司的CEO共进午餐。结果巴菲特认为那个CEO是个混球，巴菲特完全不想做股东了，甚至恨不得自己从没有见过对方。然后我们把这家公司的股票悉数卖出。结果在以后的20年里，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这只股票以每年 15% 的速度持续上涨着。

很明显，这可以划到那不发生作用的 40% 一类里了，但巴菲特除了学到“和管理者交谈没有意义”，还知道了“管理者即使是混球也没什么”。当然，这里的“混球”是要画引号加以限定的。

最后只有一种情况，有必要和经营管理者交谈。

> 如果你有管理者能够回答得出来的问题，而这个问题对你而言又很重要，那么很明显，和管理者的交流还是非常重要的。(芒格)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第41章

巴菲特式10倍股的寻找方法

◆头脑中积累广博的知识

那么，巴菲特和芒格怎样获得信息，怎样寻找到优秀的投资目标呢？我们恐怕立刻会想到证券公司的投资分析报告，可是，巴菲特和芒格不读任何分析报告。

> 对于“所有的”投资分析报告我们“一概”不看。大家对所谓的报告评价过高了。如果我读那种报告的话，那一定是因为报纸上的漫画专栏取消了的缘故。我真的不理解为什么大家都喜欢读投资分析报告，而数据就堆在那里。（巴菲特）

那么，怎样寻找一只优秀的股票呢？一言以蔽之，答案就是“读！读！读！”阅读报纸、周刊、杂志、经济书、历史书、企业年度报告、10K报告（上市公司年报），10Q报告（上市公司季报）等所有的东西，这就是巴菲特和芒格的做法。

> 很幸运，投资行为是知识积累的行为。二三十岁时学到的东西，当然后来还需要进行一些细微的调整，所有的一切都构成了以后大有裨益的知识基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而另一方，不亚于巴菲特的书虫芒格的信条则是：

这是我一直在强调的，有着渊博知识的人没有一个是总也不读书的人。或许在某个狭窄的领域内，一些敏锐的人不读书也可以胜任工作，然而投资却是一项涉及面非常广泛的行为。

他的书虫作风在下面的文章中也很明显。

你肯定会很吃惊于巴菲特的阅读量，而我的阅读量也同样会令你惊讶。我的孩子们看到我总是在阅读着什么，他们就会笑，认为我从书里能得到第三和第四只脚。

投资是涉及面非常广泛的行为，读书也是一种投资，不过具体读什么就是很有意思的问题了。

◆巴菲特感兴趣的读物

经管类的出版物很关键，对投资家非常有用。还有《福布斯》杂志、《幸福》杂志（美国双月刊经济杂志）、《华尔街日报》等也要塞进脑袋。(芒格)

另一方面，巴菲特则说，“我读的报纸有《纽约时报》、《华尔街日报》、《金融时报》、《华盛顿邮报》、《美国银行家》等，还有《今日美国》。”《今日美国》是美国唯一一份全国发行的综合性日报，也有经济版，不过我猜巴菲特也许更注意体育版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些杂志和报纸都有短评，双周刊《福布斯》、双月刊《幸福》的读者数量正在减少，尤其是最近内容质量也开始下降，可以说基本没有值得一读的东西了。虽然巴菲特和芒格没有谈及商业周刊类杂志，但我推荐美国《商业周刊》，它对我们理解所发生的事情非常有帮助。

受到互联网的冲击，报纸的发行量也处于非常困难的境地，不过他们各自的内容和水平仍旧保持了一流水准。加入到默多克新闻集团旗下的《华尔街日报》，是正确了解美国国内商业经济和华尔街事务的不可或缺的渠道；《华盛顿邮报》在政治新闻与分析上堪称世界第一；而《纽约时报》则是周刊《纽约客》的读者们喜爱的日报。

《金融时报》是英国的金融类报纸，几乎搜罗了世界上的所有信息。和它的竞争对手《华尔街日报》一样，其记者的水平非常高。如果有志于成为国际投资家，首先就不能不读这份报纸。和《华尔街日报》相比，《金融时报》的报道往往短小，面对的绝不是普通读者，一般人可能难于理解，算是一份金融精英的报纸吧。

《美国银行家》是每年订阅费用超过1000美元的金融界超级报纸，什么M & A（企业并购）的动向啦，银行窗口贷款的增加或减少啦，信息丰富。不过我认为，一般人没有必要读这么专业的报纸。当然其阅读价值不容置疑，只要你有兴趣就可以读。

不过和投资有关的，或者说是投资信息的报刊还有《投资者商报》和《巴伦斯》。我往往读个大概，但巴菲特和芒格未必读这两种报刊。我想对投资分析报告不感兴趣的他们应该也不会去考虑每天都更新的股票信息。

不过，如果没有把书读到“长脚”的程度就不能成为巴菲特和芒格那样一流的投资家的话，那么正如芒格所说，那“或许是你不想读到那种程度”。如果真是这样，因为在实际生活中把书读到“长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

脚”的人还是很少的，那么大家对投资，至少是像巴菲特和芒格一样的投资就可以死心了，也不要试图去模仿他们。——对芒格的比喻的确可以这样解释，此时大家也能感觉到“投资简单却不容易”的话实在是沉甸甸的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第42章

走势图是“鸡的足迹”

◆股价走势图巴菲特式的使用方法

巴菲特不读任何投资分析报告，前面已经说过了，其实他也不看股价走势图。

> 显示股价变动的走势图对我们来讲没什么意义，尽管它在预示企业是否顺利运营下去这一点上引人注目。

也就是说，观察长期走势图向右上或向右下运行，可以判断前者是企业顺利运营，后者是可能出现一些问题，仅此而已。其使用方法并不是看着走势图进行股票的买进卖出。

> 股价的动向对我的决定没有什么影响。它是否上升或者交易量增减之类的动向，在我看来不过是鸡的足迹。我对那些东西丝毫不加注意。

巴菲特说，“重要的是和公允价值相比的‘股价本身’，而不是股价的动向。”

但是，巴菲特和芒格很重视的“走势图”也并非没有。那就是一家名为“价值线（Value Line）”的公司，根据过去很长一段时期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该企业的基础条件数据，列出了“价值线走势图”，表示出了在过去 18 年里，该企业每股的利润或 ROE、现金流等，大约有 20 行的样子。芒格称赞它为“人类的一个胜利”，巴菲特也认为“看了它 30 秒之内就可以了解企业的情况”，对其便利性大加赞赏。

◆单纯的技术研究的尝试与局限

如果把股票投资方法分为基础分析和技术分析两大类，那么巴菲特毫无疑问属于前者。但是他年轻的时候，也就是 20 岁前后，也曾进行过技术分析方面的研究，很聪明地就知道了其局限，于是就痛痛快快地和技术分析告别了。如果当年他专注于技术分析，立志于做一个技术分析专家，那么他绝对不会是现在的巴菲特了。

我不想说技术分析如何的不好，或者说它没有任何作用，而是认为以基础分析为根据的技术分析将事半功倍。不过必须注意的是，因为所谓的技术分析仅看股价的动向，如果单纯运用技术分析进行投资的话，所抓住的股票往往令人匪夷所思。

就我个人的经历，我是什么东西不亲自尝试一下就不舒心的人，1997 年，我打算“只利用技术分析进行投资，看看会怎么样”。将平均移动、RSI（相对强弱指标）❶ 等可以充分考虑的技术指标汇总到一起，每天看几十几百个走势图，然后在一个证券账户中实际操作一小笔金额。我整理这些文件时，恰巧一张标着 3 月 28 日的投资组合一览表掉了出来。其中可以讲清是什么公司的仅有几个，因而我没有写公司名称，图表里只表示股票行情电子显示屏上的数据（表 42－1）。

---

❶ 相对强弱指标 RSI（Relative Strength Index）：强弱指标最早被应用于期货买卖，后来人们发现在众多的图表技术分析中，强弱指标的理论和实践极其适合于股票市场的短线投资，于是被用于股票升跌的测量和分析中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 42－1 技术分析实验的成绩

行情显示器上的名称	股票数量	买入价（美元）	估价（美元）	盈亏（美元）	总成绩
ECO	100	1,075	1,325	250	
TSCN	200	1,750	1,750	0	
NIN	50	1,581	1,638	57	
SJK	100	1,400	1,325	－75	
RBK	50	1,625	1,744	119	
PAR	50	1,000	1,350	350	
LECH	100	1,200	1,325	125	
AMRE	100	1,400	1,375	－25	
SWWT	100	1,000	1,038	38	
ALR	100	812	750	－62	
CPU	100	2,025	2,038	13	
合计		14,868	15,658	790	＋5.31%

盈亏一栏把实际盈亏和评价盈亏都混在一起了，但最后的成绩还是正的。然而我认为这方法毫无趣味。因为和 1996 年巴菲特投资目标相比，可口可乐、富国银行、华盛顿邮报、吉列等连日飞涨，而我的技术分析品种则欲哭无泪。

后来这个投资组合怎么样了呢？因为没什么意思，我在 1997 年年中时将它们全部卖出了。可是如果一直持有如何？在电脑中输入名称进行检索就可以知道，今天它们全都不存在了。倒闭、被收购、退市变成非上市企业等，尤其是有些企业在那以后 10 年甚至是 5 年内就消失了。（其中 PAR 的股票显示名称现在被一家叫 3PAR. Inc. 的 IT 公司使用着，而当年的 PAR 则是一家专注于高尔夫球场的 REIT[1]。）

从我的经验看，只依靠技术分析进行投资，短期可能取得好成绩，但长期的结果恐怕是很悲惨的。我的投资组合都是些超小型股，如果选择 SP500 中的品种进行尝试，或许能得到相反的结果。不过距离巴菲特的投资品种确实是望尘莫及。

[1] REIT（Real Estate Investment Trusts），即房地产投资信托基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆从技术分析到基础分析、FCF 分析

我想，很多投资家的投资组合都和我那 1997 年的悲惨世界般的投资组合很相似吧。在股价整体上涨时总想买进，对走势图一知半解的人也沉醉于模拟走势图的明星品种，而那些公司正好要推出新产品——诸如此类的小道消息很多。

这样的小道消息品种，短期内也有表现不错的，不过，它们只限于短期。在明白这一点的同时，其操作方法是，一旦出现下跌，立即改变“投资是长期的投资”的态度，手上的这个又是标准的“腌菜股”，立刻处理掉。

我有这样的经验，比巴菲特晚了 40 年离开技术分析，至少下定了决心，不再只根据技术分析进行股票买卖。在我以前的著作《从互联网开始！用 1000 美元开始美股投资》中已经说明，进行基础分析，尤其是开发出重视现金流的 FCF 表，在进行投资时一定参考着。我知道自己发明出来的 FCF 表比“价值线”的“基础条件走势图”要强好几倍。读者如果厌倦了技术分析，请一定注意一下我对 FCF 的思考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 43 章

不恐惧的投资方法

◆只有家人患病时才失眠

2008 年的股价暴跌使很多人遭受到巨大的经济打击，7 月 19 日的《华尔街日报》曾有一篇题为《在可怕的市场里如何抑制恐惧?》的文章。

“因为恐惧可以像流感一样传染，所以还是不要接触害怕暴跌的人”、“关掉电视”、“客观看待自己”、“记述下自己的情绪”等，文章给出的忠告基本上连暂时的安慰作用也没有，当时民间投资家的痛苦于此可见一斑。

同样的问题，巴菲特的答案也不尽如人意。他充其量说了一句“最重要的是不要去感受恐惧”，因为在他迄今为止漫长的投资经历中，一次也不曾感到恐惧。在一次接受采访的过程中，谈及夜不能寐的原因时，他这样说：

× × × × ×

巴菲特：我和查理都不关注这一点。我们只是尽力做我们能做的事。资金分配的工作有时非常简单，有时则近乎于不可能，不用到深更半夜还担惊受怕，因为世界是变化的。如果对企业有所担忧，那么请在入睡前忘记它。如果真的有什么担心的事情，那么你需要做的就是改正它，然后就寝。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

芒格：我和他合作的几十年，如果他晚上失眠，那可能是因为家人生病了。……也不仅如此，他和我都喜欢玩牌，让人看笑话时恐怕也会失眠吧？不过实际上我们都乐在其中。

巴菲特：对，的确乐在其中。

× × × × ×

◆如果有担心的事情就在睡觉前改正，然后不去想它

“如果加利福尼亚发生地震，保险业务将损失数十亿美元。”询问一下每个人失眠的原因，答案恐怕会是五花八门。不过那些睡得着的人之所以睡着，是因为在醒着的时候他们努力做事。

伯克希尔的本业是财产保险，一旦发生什么突发事件，一夜之间就可能蒙受巨大损失，但因为是根据概率来计算风险和酬金，不至于夜不能寐。股票投资也是一样，在自己所了解的范围内充分研究，只要是不借款的投资，应该都能酣然入睡。

相反如果出现了失眠现象，那就寻找原因进行修正就可以了。投资导致了失眠，那一定是失败的投资，失眠就是证据，到第二天应该把导致失眠的那只股票卖掉。

另外，这次采访记者的提问似乎也有问题。作为一个投资家，真的会恐惧到如此地步吗？其答案当然是否定的。似乎巴菲特从不曾因投资而恐惧。所以谈到“投资而不恐惧的方法”，简直充满了禅意，其正确答案就应该是“不要去感受恐惧”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第44章

巴菲特的词典里没有“冒险”这个词

◆“确切性的考试”——合格者都是同样操作

在充分了解巴菲特的情况下，基本上就没有什么可说的了，不过我认为最重要的，是巴菲特关于风险的认识。不理解这一点，就不可能学到巴菲特式投资的精髓。

> 如果可以洞悉所有企业的未来，那么运营叮叮当当前进着的有轨电车和出售软件在获得现金方面没有丝毫不同。因为从现在开始直到“审判日❶”之间得到的现金（这正是我们的标准）没有什么变化。

学过现代金融理论的人听到这里可能会想，“可是现实之中存在着风险，这话的意思是因风险要对企业价值做一些折扣吧？”但是巴菲特完全把我们引到了相反的方向。

> 在不知道将来会发生什么的时候，对所有人来讲并不意味着存在危险。不知道的只是我们而已，即对我们而言是危险的。对其他了解企业的人而言也并不危险。

❶ 审判日（Judgment Day），又称为最后的审判，是一种宗教思想。在基督教神学中，指世界将要结束，决定人类命运的一天。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，遇到“对巴菲特而言的”危险的时候，应该怎么办呢？

简单地放弃吧！不要试图去玩猜谜游戏。“我们不知道这家企业将来会发生什么事，因而企业的现金流要低估 9% 而不是 7%”等当然不是我们的做法。

巴菲特和芒格的做法很简单。

一旦企业通过了我们的“确切性的考试”，它们就适用于同样的折扣率。我们只对我们认为确切程度适当的企业进行投资。

◆现代金融理论的缺陷

现代金融理论，尤其是 CAPM（资本资产价格模型）理论，把将来分红的利率根据风险进行调整，缩小风险自由利率（通常是美国长期国债利率），然后加进行业、企业的各种风险，如果美国长期国债利率为 6%，加上这个例如为 5%，就做成 11% 的折扣率。但在为什么追加 5% 这一点上的论述不够，是一大弱点。巴菲特漂亮地一剑封喉，说“那就是金融”。

最令人不顺的就是这个风险因素的折扣率究竟是设定在百分之多少。讨论这个问题简直是浪费时间，所以巴菲特和这种理论一刀两断了。

CAPM 理论看上去非常有条理，但实际上风险调整过的利率是多少呢？这样它的现实意义就突然消失了。比如，餐饮业比电力、燃气业界的风险要高，折扣率也会高的。现在电力、燃气业界的适用折扣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率是6%加上2%，就是8%，那么餐饮业的折扣率就要再加4%，应该是12%。凡是有着认真头脑的人绝不会认可这一论断的，因为这种情况下当即就可以反驳说，“如果不是12%，而是9%或者10%，或者更高，14%，有什么不可以的？”

我个人的经历，20世纪90年代之初，EVA（经济附加值）理论流行的时候，我为高盛集团举办的学习班缴纳过700美元，只学会了一点，就是“谁也不知道真正的折扣率”。

当时如果不参加那个学习班，而是用更多的时间研究巴菲特的言论更有收获，还有省下700美元买伯克希尔股票的话，现在应该变成7000美元了吧……

◆对所有的企业进行评估是无聊的

巴菲特说，“更无聊的事情是对你不了解的东西进行评价本身。”比如，这样的企业家你会投资吗？

“我不知道自己的企业将来是什么样子，因而评价将来的现金流的时候，我想适用风险自由利率，嗯，再加5%吧。这么算我的企业的公允价值是多少多少，是一项‘确切的投资’，请投资者予以研究考虑。”

我敢说在IPO（首次公开招股）的世界里就是这样讨论价格的。近来认真的企业比过去多一些了，不过对追加利率到底是百分之几的问题，基本都是在用铅笔涂抹着计算IPO价格。巴菲特说过，“投资是一项艺术”，但在这里实在看不出什么艺术来。

◆巴菲特喜欢风险但从不冒险

关于现代金融理论，芒格用挥发性（用标准偏差表示的变动率）来表现不确切性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我想再重视企业金融论里的挥发性是无聊的。可以这么说吧？如果不想用企业的命运掷骰子，就不必去注意挥发性。应该注意的是“合适的利率”。

并且，他称呼期权理论的根基布莱克斯科尔斯公式为“无知的价值体系”。

如果你对和价格相比的价值一无所知（换句话说就是只知道价格），布莱克斯科尔斯或许对今后 30 天内的短期评估是有效的，但是长期期权中“无知因素”渐衰，再用布莱克斯科尔斯公式就是疯了。

这样就能为伯克希尔提供很大的收益机会，所以巴菲特说，“我们喜欢一定程度的疯狂。事实上，对于股票投资，大家都很喜欢这种被称为‘风险’的东西。”

也就是说，一般人或者华尔街所谓的“风险”就是变动率。极端地说，“买来的东西出现降价的风险”就是一般人所认为的“风险”，而巴菲特相反却很喜欢，因为从中可以发现机会。

巴菲特的忠告是：

不适用风险自由利率作为折扣率的企业，不是你的企业，也不是你的投资目标，忘掉吧！

相反，对折扣率有着风险自由利率的自信的企业，才是你的投资企业。

实际上巴菲特只投资这样的企业。认为投资就是博弈的人占了世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

界上的99%，而“喜欢风险却不去博弈”的则只有巴菲特一人。

这里重复一下。在巴菲特的世界里，没有一般意义上的“风险”，因为他只投资完全看得到未来的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 45 章

“最佳击球区”集中投资

◆1/500 确切性的优势

投资方法可以有各种分类，其中的一种就是以分散投资和集中投资为切入点的。巴菲特式投资是典型的集中投资。巴菲特说：

> 如果让我预测 SP 500 指数中全部的 500 只股票在今后两三年内和指数相比各自的动向，恐怕我就不知如何是好了。但是，我很有可能知道那 500 只中的某一只 90% 概率变化。这正是股票投资的最伟大的优势，只要不犯大错，人的一生只做几次正确的决定就可以了。

关于这一点，芒格接着说：

> 有趣的是，至少有 90% 以上的专业投资家和基金经理对我们的想法不屑一顾。他们认为只要多找些人推测就可以知道辉瑞公司或默多克公司今后 20 年的动向，对 SP 500 的公司全都加以考虑，广泛地分散投资，10 年后他们的成绩就会一马当先。当然，这是不可能的，因为我们认为，只有有限的人仅拥有有限的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆好球要猛打

巴菲特喜欢棒球，他非常喜欢特德·威廉斯的一句话，“一个优秀的击球员最重要的事情是，在最佳击球点等待绝佳球。”我至今仍旧保存着特德·威廉斯《击球的科学》一书，他在“挥棒基础”前强调了三个法则，第一个法则就是“等待击球”。

特德·威廉斯认为，即使在好球区也未必都能得满分，最好的区域是中间的“绝佳区域”。“不能在绝佳区域漏掉绝佳球”是一条铁律。

巴菲特和芒格认为投资也是一样。借用特德·威廉斯的说法，就是以“绝佳区域”为目标范围进行投资，但是绝佳球也不会接二连三地来。如果绝佳球来了一定要猛打，所以巴菲特式的投资不得不是集中投资。这并不是在分散投资和集中投资两者之间进行选择得到的结果，而是从概率上讲的“孤注一掷”的结果，这一点应该加以注意。在巴菲特的世界里，集中投资绝不是赌博，毋宁说这种“安全的投资”是理性思考的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 46 章

利落地挥舞球棒

◆多数时候人的动作是慢一拍的

前一章讲述了特德·威廉斯在击球前三个法则中的第一个，即“等待击球”。而第二个法则是“充分的观察”，也就是研究对方投手的持球等，脚踏实地地、专业地调查。将这一点直接运用到投资中正合适，可以说只有每天都专心致志地研究，才能取得投资的成功。

第三个法则是“利落地挥舞球棒”。如果不能迅速果断地挥舞就会慢一拍，根据物理法则，眼前的速度上不去，球就飞不远。因而利落地挥舞球棒是不言而喻的法则，那么在投资上如何应用呢？

我的理解是，“机会如果来了就不要犹豫，尽快采取行动”。总想做到万无一失，那么当投资目标到来的时候反而会踌躇不决。下面是芒格的话：

> 人生中有很多机会，都是在极短暂的时间内，出于某种特别的原因，突然到来的。学者称之为“非效率性”。有时是规则发生变化不得不卖出，有时是大众心理促成了这种状态。这种暂时的非效率性正是伯克希尔数十亿美元的投资对象。
>
> 绝大多数情况下，人的行动都慢了一拍。比如大家想买入垃圾债券的时候，机构投资者首先要向咨询委员会提出咨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

询，然后与信托和法律方面的专家商量，然后再怎么做些调查，最后终于到了要出手买进的阶段，而此时机会早就无影无踪了。

我们参与的这种游戏，一个绝对要求就是要时刻准备着，机会一来立刻就抓住。在伯克希尔近来收购的私人企业中，有时需要下星期一上午就付款，而这个要求传来的时候就已经是星期五的下午了。这么短的期限在法律要求上说这说那都没有用，他们为了避免倒闭，需要在星期一拿到资金。这种事情出过好几次，都是请我们帮忙。

一般情况下，人们不会遇到这样的事情吧？但是我们的反应却非常迅速。因为期待已久的投资机会很多都是转瞬即逝。真正绝佳的投资机会几乎不来，来了也不会持续很久。所以必须做好准备，必须能在极短的时间内采取充分的行动。也就是说，需要做好心理准备，这是很简单的事。

◆别再被巴菲特（和芒格）的外表所欺骗！

不言而喻，用特德·威廉斯的说法，心理准备就是“充分的观察”。

现在再看一下特德·威廉斯的书，“击打的时候，对方投手投出来的球说到就到，稍一迟疑就会错过，说时迟那时快，这时就需要把球棒挥舞出去。”从投资角度，这一段可以解读为“等待着机会的到来，碰到好机会必须尽早行动”。在等待的时候就应该采取行动了。

从本书第1部我们看到，巴菲特在买进的时候，价格基本上都比较低。从买进时的走势图可以看出，他都是在很短的时间里集中买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。上面的话是芒格讲述的收购故事，但在一般的股票投资时，他们的行动也极为迅速，这么说绝不是夸张。巴菲特和芒格都是书虫，看上去动作迟缓，但大家千万不要被他们的外表所欺骗。“静若处子，动若脱兔”说的就是巴菲特和芒格这样的搭档。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第47章

狭窄的多样化经营

◆分散投资是“无知投资”

至少从结果上看，巴菲特是集中投资的。那么他对普通人的忠告呢？我们前面已经说过，他认为普通人“投资指数型基金比较好”。现在我们从其他角度来寻找一下原因。

芒格说“九成以上的职业投资人是分散投资的”，不过，“投资‘专家’不可能预测到很多企业的未来，却装作他们可以预测的样子。这样的人度过的是糟糕的人生”。并且，芒格说“那样的事自己做不来”，巴菲特也附和说，“我也不行。”

也就是说，那些人名为专家，却在“分散投资”，实际上则是“无知投资”。巴菲特和芒格在暗示这些“专家”在欺骗普通投资者。

另一方面，巴菲特式的集中投资“简单却不容易”，因为普通投资者远没有巴菲特和芒格的慧眼，只好都把手中的资金委托给那些看上去似乎“有知”实际上结果只比无知更糟糕的专家去打理，这就是“无知投资”。但普通投资者怎么也不应该再受欺骗了，因而还是投资指数型基金比较好。

当然，巴菲特和芒格虽没有明确地说出这一点，但这的确是对普通投资者的忠告。现在让我来代替他们，明确地说出来吧！

 对普通人而言，我们所强调的集中投资很难成功。依我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的观点看，很多被称为职业投资者的人的投资根本不值得推荐。而平常人也难以模仿他们一直想做却做不好的分散投资。既然这样，那最好还是被动地运用指数基金进行投资，和经济的总体动向一起扩大资产。

实际上，分散投资是看这也很好，看那也不错，不知不觉间持有的品种就增加了，结果就是无知投资。因为没有“慧眼”，其投资组合很多要比被动运用指数基金进行投资要危险。

如果有可能，自己还是不要站在击球区，而是作为一个观众悠闲地呆在场地边观看比赛。也就是运用指数基金进行投资，这就是巴菲特的意思。

◆巴菲特忠告的苦恼

但是，巴菲特提出的这个忠告却存在着一个问题。就是股市整体业绩不振时，被动地运用指数基金缺乏吸引力。让我们看一下美国的道琼斯指数（图 47 - 1）。20 世纪 80 年代中期以后还不错，但如果从 1960 年开始就被动地运用指数基金，那么到 80 年代初的二十多年里不赔也不赚，考虑到通货膨胀的因素还是赔了，难道真这么悲惨吗?

另一方面，巴菲特的品种之一，如果在《华盛顿邮报》20 世纪 70 年代初上市开始以 6 美元的价格买进，那么到 1983 年末就达到了 70 美元，取得了 10 倍于投资的业绩（图 47 - 2）。与有着慧眼的巴菲特取得了 10 倍投资收益截然不同，如果没有慧眼的投资家则选择了最糟糕的企业投资，10 倍就变成 1/ 10 倍了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 47－1　某一时期运用指数基金的结果是这样吗?

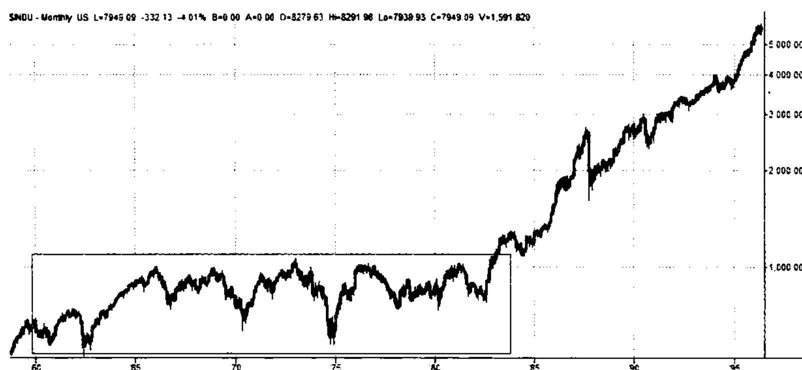
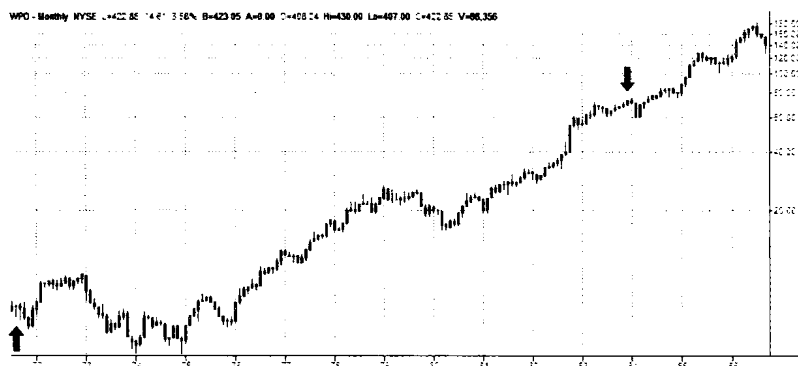


图 47－2　如果 20 世纪 70 年代初买了“华盛顿邮报”



不管怎么说，如果最初就满足于被动的指数投资，那么也可以满意了。不过不论巴菲特如何忠告，大家还是梦想着和巴菲特一样赚大钱，投资的苦恼就是从这里开始的。

◆聪明而现实的集中投资

在阅读这本书时，各位读者也可以选择不听取“巴菲特的忠告”。如果这样怎么办呢？是像巴菲特年轻时一样把自己总资产的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

75%一下子都投入到 GEICO 上？还是像很多机构投资者一样制订有着几十个品种的投资组合进行分散投资呢？

和机构投资者的“宽泛的多样化经营”相对，我还是想选择“狭窄的多样化经营”。理想的情况下选择 3～5 个品种做成投资组合，最多也不要超出 10～12 个的范围。

如果投资目标过少，在极端情况下，可能因某个企业倒闭而造成“个股风险”升高，可是如果站在“绝佳区域”进行投资的话，可以说还是品种少一点的好。数量一多眼睛就照料不过来，忽略潜在的风险可能会在新的业务领域产生新的风险。

分散投资是无知投资，集中投资是有知投资，如果对自己的智力有自信，就应该在有知投资上下注。不过，为了避免过于自信，至少要把投资分散成两三个品种。

可能有些啰唆了，不过很多普通的投资者都喜欢把股票投资看成赌博，很想一个本垒打就决出胜负。而巴菲特的投资则是一个本垒打接着一个本垒打，不输球就可以。在巴菲特的投资世界里，一个本垒打决胜负只限于 100% 地知道赢球时才会实行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 48 章

无聊的“年龄段投资法”

◆貌似有理的“欺诈”忠告

美国的财政顾问经常说，“25 岁到 35 岁之间要投资进攻型基金，35 岁到 55 岁之间要投资防御型基金，55 岁以后要投资债券中心。”

就像是口头禅，任何一个财政顾问都会这么说。但巴菲特和芒格如何看待这样的忠告呢？我认为这是欺诈。

为什么年轻时最好选进攻型？如果赔了难道可以挽回？相反，如果说为什么上了岁数就必须选防御型，其理由则是无法挽回。可是，年轻的时候真的可以挽回吗？反过来，年轻时亏掉的 1 美元要比老年人的 1 美元将来价值要高，可以说不亏则已，若亏就是巨亏。还有一些奇谈怪论，如年轻时候赔一点没什么，就如同说年轻时不怕交通事故，可以开飞车。

还有，即使到了 55 岁，把债券中心编进到投资组合里，结果除了输给通货膨胀没有什么意义。并且，人类的平均寿命在延长，如果现在的 55 岁相当于过去的 35 岁，我看不出只做债券投资有什么积极理由。

◆男女老少随时可以巴菲特式投资

本来所谓进攻型和防御型的区别，是以过去的数据为基础，比对各种股价指标的偏差值。它更多是由所谓的 β 值决定的。β 值低未必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表示风险低。尤其是根据巴菲特对风险的定义，任何基金都既是进攻型又是防御型，或者说，所有的都是冒险基金。

巴菲特的投资方法和对象并没有随年龄一起发生改变。当然，本书也列举了数字，他年轻时的投资手法重视量的分析，后来慢慢变成重视“质”。但是，他的一生基本上都是以优秀企业的“绝佳区域”为目标捕捉“巨鲸”，丝毫没有理会什么“20 岁高科技，40 岁电力股，60 岁债券”。

时常应该考虑的是，企业的内在价值、现在的股价、概率或确切程度、资金的分配、质量等，不用考虑 β 值、过去的业绩、自己的年龄等等。如果总考虑一些多余的东西，那么投资将变得越来越困难，所以只要认定巴菲特式的简单投资能够包打天下就可以了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 49 章

ROE20% 的吸引力？现在不买日本股的理由

◆低 ROE 时赚钱比登天还难

2007 年 10 月，巴菲特周游亚洲各国，也顺路去了中国和韩国，可是令人印象深刻的是他竟没有到日本。因为那次旅行就是去寻找投资机会的，所以这种冷落当然暗示“日本缺乏吸引力”。巴菲特为什么对日本不感兴趣呢？基本上是因为日本企业的 ROE 很低。

> 日本企业在大多数行业里的 ROE 非常非常低，持有低 ROE 公司的股票赚钱比登天还难。

这次发言是在 1998 年秋天，日经 225 指数全部品种的 ROE 在当年一季报的数据是 2.6%，第二年到了 0.0%，不必有劳巴菲特指出，这当然是非常低的。可是，日本企业的 ROE 在 2002 年、2003 年继续下降以后，慢慢开始有了改善，到 2006 年维持在 10% 左右，这个水平不能说很低。

因而他现在还没有买日本股的理由，应该到 ROE 以外去寻找。难道他认为日本企业缺乏“持久的相对优势”？或者仅仅是因为“不喜欢”？……或者已经开始悄悄买进只不过还在贯彻他的“神秘主义”，跳过日本只是一个假动作？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆能否维持过高的 ROE 也是个疑问

另外，巴菲特对显示出过高 ROE 的企业也表现出戒备心理。

例如企业享受着超过 20% 的 ROE，利润全部保留在内部。如果这样的话，每年企业的利润就会以 20% 的速度递增，那将成为经济不平衡的重要组成部分。

巴菲特对其可持续性提出了疑问。“利润全部保留在内部”的企业主要指高科技企业，结果一年半以后，2000 年春，高科技泡沫破裂了。

在这里，ROE 的 20%，或者企业利润增长率的 20%，都只是巴菲特在谈话中偶然举例用的数字，我认为 20% 这个数字本身并没有什么特别的意义。然而有趣的是，观察 SP 500 指数所包含的企业，ROE 在 2006 年 12 月到达 20.2% 的峰顶，以后渐低；到 2007 年四季报时，ROE 因次贷问题的表面化出现陡降；现在 2008 年三季报发布，大约在 10% 左右。一般而言，ROE 20% 是个警戒线，这是应该记住的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 50 章

买喜欢的公司的股票

◆摒弃讨厌的公司是一种浪费

2003 年，一位共同基金的基金经理说，“不论是谁都能很随便地买进自己所喜欢的股票，困难的问题是怎样买进自己讨厌的股票。”他的意思很明白，股票后面是企业，企业的背后是人。讨厌一只股票的原因有很多，对于业绩第一的基金经理而言，不得不时常面临购买讨厌股票的局面。

即使不是基金经理，不知为什么总觉得某家公司很可疑的投资者，虽然对该企业心存厌倦，但是考虑到股票走势，很多情况下也都勉强买入了。但是，买了不喜欢的公司的股票后，股价上涨的话还没问题，一旦下跌投资者就很可能情绪崩溃，结果很多时候本来应该增持却错误地抛出了。所以这绝不是一种值得推崇的做法。

尽管如此，大家还是难以避免像上述这位基金经理一样遇到“哈姆雷特式的局面”。可是，在巴菲特的简单投资的世界里，对讨厌的股票岂止是“不必买”，而是“绝对不买”。

◆只和好人做交易

巴菲特投资目标的选择标准，其中肯定有一条是“由卓越诚实、受人欢迎的人”来管理公司。“卓越诚实、受人欢迎的人”是什么样的人呢？简单地说，就是“可以信赖的人”，如果解释得随意一些，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是必须是个“好人”。

与“好人”相反的是“讨厌的人”，结交了“讨厌的人”当然很糟糕，尤其是生意场上遇到那样的合作伙伴就更是苦不堪言。这是人生的铁律，因为对方不知什么时候就可能背叛你，或者欺骗你……近来我注意到，巴菲特在少年时代就很有商业头脑，这条铁律应该不用等别人去教他，肯定是切身感受总结出来的东西。

这样，“不和讨厌的家伙做生意”的反面就是“和好人做生意”。对巴菲特而言，生意就是投资，“给好人投资”是自然而然得出的结论，因此他不会遇到哈姆雷特那样的情况。从这一点上，我们也能看到，巴菲特的投资世界是爽快舒畅的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第51章

“大傻瓜”理论

◆即使卖出了，优秀企业也还是优秀企业

所谓投资，最后都是黑白的世界。也就是说，是买进还是卖出，是黑还是白。投资失败都是因为买进或者卖出的行为引起的。首先买进的失败是由以下两种原因造成的。

（1）因买进品种的选择而失败；

（2）因买进时机的选择而失败。

巴菲特不选择时间，取而代之的是选择价格。因而在他这里可以改成：

（1）因买进品种的选择而失败；

（2）因买进价格的选择而失败。

因买进品种的选择而失败，托巴菲特智慧的福，迄今为止正如我们看到的这样都避免了；关于（2）将在第3部里做出解释，只要掌握了内在价值的计算方法，然后做到自我克制，也应该能够避免吧。

另一方面，卖出的失败也有两种。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1） 错过逃顶；

（2） 卖早了。

巴菲特卖早过好几次，不过他并没有真正地后悔过。

> 很明显，20 世纪 60 年代将迪斯尼的股票卖出是个严重错误，问题不是是否持有，而是应该继续买入。这样的事情经常发生。

特别的地方在后面：

> 我们认为我们卖出的股票以后应该继续上涨，因为我们投资的是“优秀的企业”，之所以卖出是因为我们需要投往其他地方的资金。不过即使我们卖出了，优秀企业也仍然是优秀企业。

他认为股票卖出后继续上涨是理所当然的事情，所以不会成为“痛苦的原因”。尽管如此，巴菲特还是一再重复“迪斯尼卖早了”，所以恐怕只有这个失败他怎么也无法辩解了吧？

◆长期看来注定失败的进场

相反，巴菲特认为，在天花板附近的卖出是不稳定的。

> 因为我进场做的就是“大傻瓜”投资，我不认为一个人能长期地成功逃顶。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所谓“大傻瓜”投资是巴菲特的独特说法，我们姑且称之为“大傻瓜理论”。他的意思是，在市场中抄大底或逃顶，是3~5年的“超短期”投资才有可能，指的是市场“钟点工”或者短期投资者。巴菲特认为，即使这种方法碰巧很顺利，长期来看也肯定会失败。

> 最成功的股票投资者，恐怕是在卖出之后股票涨得更高的人。因为这意味着他投资过优秀的公司。

“卖得早是成功投资者的证明”。剩到最后的问题是“错过逃顶”。如果投资的是优秀企业，错过逃顶也并不是大问题。因为真正的优秀企业还是会上涨的，如果不是真正的优秀企业，那么正确地进行价值测算，当股价到达那一点的时候毫不犹豫地悉数卖出，至少在理论上也并不算是错过了逃顶。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 52 章

巴菲特式投资的陷阱

◆长期投资的陷阱

我对巴菲特的言论做了忠实详细的解释，这的确是堪称完美的投资方法，那么现在可以说巴菲特式的投资有一个大陷阱。也就是说，巴菲特这位世界一流的投资家，发出了“优秀企业的股价持续上涨”的“优秀企业神话”以及“不想拿 10 年的股票 10 秒也不要拿”的言论，如果这些都是非常有说服力的“长期投资方针”的话，那么投资者恐怕很容易地陷入以下境地。

(1) 本来该企业不是优秀企业，但是草率地以为是优秀企业，在它股价下滑时反而增持，结果亏损增加，或者没有止损卖出。

(2) 本来该企业不是优秀企业，但是在股价出现上涨时以为是优秀企业，结果没有及时卖出。

(3) 股价和内在价值相比已经非常高了，但却因为是优秀企业而没有卖出，错过了。

因为巴菲特并没有遇到过这种情况，如果说这是巴菲特式投资的陷阱有些不准确的话，那么或许应该说这是“模仿巴菲特的投资者们的陷阱”。然而无论如何，这种情况并不妨碍长期投资者们遇到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“长期投资陷阱”。

“长期投资”不知不觉变成“不管是什么股只要长久持有就会上涨”，“坚定忍耐”不知不觉变成“无奈的腌菜股”，“不关注经济走势”不知不觉变成“无视现实，对坏消息置若罔闻”……结果就是出现了很多假冒的长期投资家。或许不该否定巴菲特对此的责任，他的成功和啰唆使人误会为神话。

◆即使是长期持有，到卖出的时候也要干净利落地卖出

但是，在这里我们应该认识到，即使是“长期投资家”巴菲特，在卖出的时候也是干净利落地卖出。正如我们在第 1 部所看到的投资组合的变化，巴菲特在需要买入卖出时都极为迅速，没能持有 10 年的股票相当多，或者说持有了 10 年的股票相当少。

还有，即使是优秀企业，打算长期持有的品种，在股价非常高的时候，巴菲特也是毫不犹豫就卖掉了。2000 年，可口可乐达到高值，巴菲特后来叹息自己“错过了卖出”。很明显，巴菲特的方针是，在应该卖出的时候就要卖出。

巴菲特说过，“最好的持有期限是永远”。不错，他最好的投资 GEICO 和《华盛顿邮报》一次都没卖出过。但是，这样“终生持有”的品种对巴菲特而言非常少，不应该忘记，他的品种都是“为了卖出而买入”的品种。

作为我们普通投资者，那句“不想拿 10 年的股票 10 秒也不要拿”的话，只适用于“值得持有 10 年”的股票，而世界上 99% 的股票卖出的时间随时会到来。应该牢牢记住，不管是什么股，只要不是真正的“终生股”，该卖出的时候就卖出，小心不要掉进“长期投资”的陷阱里。本人一直提倡“长期投资”，我没掉进去的陷阱，大家也不要掉进去才好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3部

巴菲特密码

——所谓密码，就是把字母、数字或符号蕴藏到正常的语言信息系统中去，以传达秘诀。

现在终于要说到“巴菲特密码”了。只要掌握了“巴菲特密码”的意义和思考方法，今后至少不会为投资的思考方法而苦恼了。

大家都说投资很难，实际上也真地不简单。然而，是不是很多人自己把投资这件事弄得复杂了呢？什么PER高而PBR低的话就可以买进，可是一看走势图又犹豫了；什么觉察到快到拐点应该动手了，可是……，总之要考虑各种各样的因素，最后很多人都变得连自己也不知道该如何是好了。

例如，有人读了两三册高尔夫教程，结果就变得手脚僵硬，连高尔夫球杆都不会挥舞了。投资也是一样，投资指导书读了一册又一册，结果反而不知道究竟怎么投资了。如果读者属于这种情况，那么请把以前那些一知半解的投资手法都忘掉，老老实实地探讨一下巴菲特密码。然后大家肯定会有所感慨——“原来也可以灵活舒畅地进行投资啊！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

code　密码

1. system of letters, numbers, or symbols : system of letters, numbers, or symbols into which normal language is converted to allow information to be communicated secretly, briefly, or etectronically : Encarta® World English Dictionary

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 53 章

巴菲特式简单投资的唯一公式

◆公平价值[1]范围

现在首先将巴菲特的投资行为和投资手法加以简化。暂且不论他具体的投资目标，当然要求的是“好的企业”，但在这里我们姑且以麦当劳为例。

图 53－1 观察公平价值的范围



巴菲特评测企业价值、公平价值的时候，总是说“考虑它的范围”。走势图上两条线中间的部分可以视为公平价值的范围（图 53－1）

[1] 用于会计和经济学中的概念，是对于商品、服务、资产的不带偏见的理性估计，通常会考虑以下因素：购置成本、生产成本、发行成本、重置成本；在特定社会生产力下的实际效用；供求关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这至多是一种帮助理解的假设，事实上反映基本的价值和走势图上的股价没有什么关系)，接下来的问题就简单了，在淡影的阶段买入，在浓影的阶段卖出，在股价比公平价值范围便宜时买入，在股价比公平价值范围昂贵时卖出。正如巴菲特说过的那样，这的确很简单。

◆计算公平价值范围

问题或者说难点，是：

(1) 怎样区分好的企业和坏的企业；

(2) 怎样推导出公平价值范围。

关于 (1)，我们在第2部已经详细论述过，现在主要说明 (2)。大家最好先读一读我以前的作品《互联网时代的投资学“超级股”投资入门》以及《从互联网开始！用1000美元开始美股投资》，所谓公平价值，简单地说就是“企业将来可能的分红或收益，以及现金流折合成现有价值相加之和”。如果用公式来表示，就是

企业价值=第一年的（折现后）收益+第二年的（折现后）收益+第三年的（折现后）收益+第四年的（折现后）收益+第五年的（折现后）收益+…

如果用“■”代表企业价值，□代表每年的（折现后）收益，进行公式化就是

■=□+□+□+□+□+□+□+…

问题是怎样预测□呢？如果是一个成长中的企业，就会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

□ + □ + □ + □ + □ + □ + □ + …

如果是停止成长的企业，就是

□ + □ + □ + □ + □ + □ + □ + …

不管是哪一种企业，其相加总和都是“■”，如果用“●”代表股价 × 已发行的股票总数，那么当

■ > ●

时就买入，当

■ < ●

时就卖出。

这就是“巴菲特式简单投资”的基本概念。这里存在着大问题，一个就是“□”从哪一年开始计算，另一个就是确切到什么程度。

对于一般的弱小企业，显然

□ + □ + □

就可以了，但是另一方面，比如是一家经营了上百年的企业，则是

□ + □ + □ + □ + □ + □ + □ + □ + □ + □ + □ + □ +

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

□＋□＋□＋□＋□＋□＋□＋□＋□＋□＋□＋□＋□＋□＋□＋□＋□＋□＋□＋…

可以无限延伸下去。另外，“□”的确切性也非常重要，如果用◇代表不稳定的“□”，那么就有了

□ ＋□＋□＋□＋□＋□＋□＋…

和

◇＋◇＋◇＋◇＋◇＋◇＋◇＋…

二者之间存在差异，即使“◇”的数量和大小与“□”相同，“■”的大小也会出现不同。也就是说，

□＋□＋□＋□＋□＋□＝■

可是，

◇＋◇＋◇＋◇＋◇＋◇＝■

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 54 章

用“□”计算？

◆利用自由现金流（FCF）表格

那么，用什么来计算“□”就成了问题。一般而言，可以用企业发布的最终收益（也称股东收益、纯利润或干脆就叫利润），可是寻求真正的企业价值时，这种企业依据会计准则所发布的数据就不够用了。因此，我建议使用现金流的表格。

表 54－1　谷歌的 FCF 表

（单位：百万美元，%）

	2007/12/31	2008/3/31	2008/6/30	2008/9/30
销售额	4,827	5,186	5,367	5,541
比前一年同期的增长率	50.6	41.5	38.6	31.0
比前期的增长率	14.1	7.4	3.5	3.2
毛利	2,871	3,076	3,220	3,368
毛利率	59.5	59.3	60.0	60.8
营业利润	1,441	1,546	1,578	1,648
营业利润率	29.8	29.8	29.4	29.7
纯利润	1,206	1,307	1,247	1,290
NCA	198	483	573	638
CCF	1,404	1,790	1,820	1,928
WCCF	289	－11	－54	257
OCF	1,693	1,779	1,766	2,185
CBI	－678	－842	－698	－452
FCF	1,015	938	1,069	1,733
CVA	726	949	1,123	1,476

表 54－1 是以前的谷歌季报，我想代入“□”最好的东西或许是拙著《从互联网开始！用 1000 美元开始美股投资》第六章介绍的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CVA（现金价值构成），它是加上利润非现金项目（NCA）的 CCF（核心现金流）减去 CBI（核心企业项目投资），换一种说法，就是 FCF（自由现金流）减去周转资金（WCCF）。

当然也可以使用自由现金流，不过周转资金究竟不过是周转资金，并不是影响企业根本的东西，根据公司情况的不同，每期都可能出现很大的波动，使用不受这种波动影响的 CVA 往往能够得到稳定的评价。

巴菲特有时说“纯利润加上无形资产的折旧才接近于真正的利润”，我们现在暂且不论这句话是否妥当以及它的根据，但是因为 NCA 的重要项目通常都是资本性支出（所谓 CAPEX，即 Capital Expenditure）折旧和无形资产折旧，如果前者和本期的 CAPEX（通常与 CBI 一致）几乎处于同样水平，那么两者相抵消，CVA 的确和巴菲特所说的“纯利润加上无形资产的折旧”几乎相同。在这种意义上，如果说只能选择一个数据代入“□”的话，我会选择 CVA。

表 54－2 禧玛诺的 FCF 表

（单位：百万日元，%）

	2005/12/31	2006/12/31	2007/12/31	2008/12/31
销售额	167,875	170,303	211,767	233,000
比前一年的增长率	－0.8	1.5	24.3	10.0
毛利	60,151	58,636	73,028	－
毛利率	35.8	34.4	34.5	－
营业利润	25,275	20,907	31,336	37,000
营业利润率	15.1	12.3	14.8	15.9
纯利润	16,368	13,773	19,894	24,500
NCA	7,296	7,491	8,822	－
CCF	23,664	21,264	28,716	－
WCCF	3,706	－2,627	－5,967	－
OCF	27,370	18,637	22,749	－
CBI	－9,785	－10,367	－9,260	－
FCF	17,585	8,270	13,489	－
CVA	13,879	10,897	19,456	－

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆禧玛诺的内在价值

现在我们具体计算一下内在价值。这次以我一直都很关注的禧玛诺（东证代码 7309）为例。

禧玛诺的 FCF 表如表 54－2 所示，请注意这并不是季报的数据而是年报的数据。2008 年是预测值，没有现金流数据，也可以使用预测利润的 245 亿日元，但从过去的趋势看，可以假定今后每期的 CVA 能有 200 亿日元，第一步应该把 200 亿日元作为代入“□”的起点。

然后，贴现率算做 3%，如果今后 10 年的年增长率为 10%，那么内在价值就是 8430 亿日元，换算成股价为 8780 日元，是现在 3400 日元股价的两倍以上。如果这种计算是正确的，那么现在正是买入禧玛诺的时机。

后来，禧玛诺发布了 2008 年度的决算，FCF 表如表 54－3 所示。

表 54－3　禧玛诺的 FCF 表

（单位：百万日元，%）

	2005/12/31	2006/12/31	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31
销售额	167,875	170,03	211,767	235,142	205,000
比前一年的增长率	－0.8	1.5	24.4	11,0	－12.8
毛利	60,151	58,636	73,028	83,517	－
毛利率	35.8	34.4	34.4	35.5	－
营业利润	25,275	20,907	31,336	37,819	30,000
比前一年的增长率	－14.0	－17.3	49.9	20.7	－20.7
营业利润率	15.1	12.3	14.8	16.1	14.7
纯利润	16,368	13,773	19,894	25,150	20,000
比前一年的增长率	－15.7	－15.9	44.4	26.4	－20.5
NCA	7,296	7,491	8,822	9,636	－
CCF	23,664	21,264	28,716	34,786	－
WCCF	3,706	－2,627	－5,967	－10,296	－
OCF	27,370	18,637	22,749	24,490	－
CBI	－9,785	－10,367	－9,260	－18,874	－
FCF	17,585	8,270	13,489	5,616	－
CVA	13,879	10,897	19,456	15,912	－

注：2009 年度为预测值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然2008年度的业绩超出预测，但是因为不景气的来临，2009年度的预测销售额及预测利润都是负增长。曾经200亿日元的CVA这次有必要调整为150亿日元，然后用同样条件计算内在价值，结果是6700日元。从目前负增长的状况看还是觉得太高了。所以，若是观察现在3100日元的股价反映了多高的增长率，结果是0%而已。

从理论上也可以说，现在的股价是以今后10年里禧玛诺的增长率为零的前提下表现出来的。虽然该企业今年的业绩像预想的那样为负增长，可是明年就有可能回到零增长，后年或者大后年还可能恢复增长，如果这样认为的话，可以说现在应该买进它的股票。

反过来，如果不景气的状态一直延续，负增长的业绩持续好几年，那么可以认为，现在反映零增长的股价也还是太高了。另外，把巴菲特的话“翻译”过来，应该是“禧玛诺迄今虽然是‘□’，但现在恐怕要稍稍‘◇’了”，因此可以得出股价会持续低迷的结论。

这时，就需要使用巴菲特的“四个投资标准”了。如果投资者坚信禧玛诺符合这些标准，那么就应该采取长期持有的方针，如若不然，那就应该暂缓投资了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 55 章

探求“巴菲特数列”

◆化复杂为简单的方程式

我想诸位读者阅读到这里，应该能够体会到把巴菲特密码置于中心位置的东西是什么了。不言而喻，那就是第 3 部第 1 章我们看到的价值公式。准确地说是它的变形，不，或许还是说原形比较好。

巴菲特头脑清晰，学识渊博，表现力丰富，正像我们看到的那样，他从各种角度对自己的投资做了各种说明。听众只抓住了他的某些琐碎言辞，就像前言里所描述的那样，有的证券分析师甚至只注意品牌。

巴菲特式的简单投资法虽然简单，却不是片面的而是多面的投资手法。经营团队、竞争力、成长性、品牌效应、营销方式、价值……巴菲特式的投资就建立在对所有方面都加以考虑的基础上。

这么看来似乎投资又变得复杂了，不过事实并非如此，因为所有的一切最后都可归结于“价值公式”。极端地说，一个企业即使经营者是猴子，成长力为零，也没有丝毫的品牌效应，产品也毫无吸引力，可是只要它的■ > ●，巴菲特就会买进它的股票。不过在现实中，也能找到同样是■ > ●的企业，经营者至少是人类，具备成长性，营销能力也很强，因此巴菲特也不会去买入猴子经营的公司。总而言之，■ < ●企业的股票绝对不能碰，而要充分关注■ > ●的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◆你与巴菲特的差距在于对“□”或“◇”的认识不同

可是，这里却有一点最应该加以注意。巴菲特之所以为巴菲特，巴菲特之所以为今天的巴菲特，并不在于这个公式本身，而它的“使用方法”或是“看法”才是巴菲特精髓中的精髓。

也就是说，用

■ = □ + □ + □ + □ + □ + □ + □ + …

表现出来的价值评价公式中，表示将来的收益或者现金流等的“□”，不能想象它们事实上 100% 地达到了确切，而只能在感觉上当做 99% 的确切加以评价。

■ > ●是巴菲特投资的关键。巴菲特根据某种观察方法，依据某些理由，判断企业将来的收益或者现金流等绝不是不稳定的

◇ + ◇ + ◇ + ◇ + ◇ + ◇ + …，

而是由营销方式、竞争优势、优秀的经营团队等充实起来的确切的预想，如果在这里用 B 来表示的话，那么只有

B + B + B + B + B + B + …

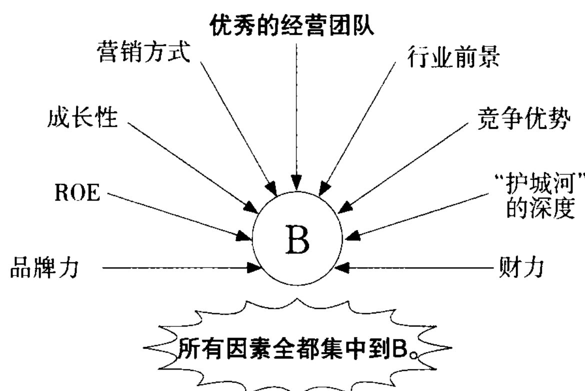
对企业的评价只有

B + B + B + B + B + B + … = ■ > ●

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的情况下，才拉开钱包的拉锁，进行投资（如图 55 -1）。

图 55 -1 巴菲特的 B



◆在“巴菲特数列”中没有“不确切”

也就是说，确实可以看到将来，能够“清楚地”看到。虽然有些啰唆，但“清楚”却是个关键词。正因为将来的收益或者现金流等很确切，所以评价公式中的贴现率使用（呆账）无风险的美国长期国债利率。

换句话说，就是以和美国国债同样的风险（无风险）投资于可能高于美国国债收益的股票。这是巴菲特式投资的精髓中的精髓。为了把这个巴菲特的使用 B 的企业价值评价公式和一般的贴现现有价值评价公式等区别开来，我们把公式左边称为“巴菲特密码数列”，简称“巴菲特数列”，整个公式称为“巴菲特密码公式”，简称“巴菲特公式”。

“巴菲特数列”从理论到定义都不存在不确切性。在巴菲特的词典里，没有“不确切性”这个词。

巴菲特之所以论及竞争优势，考虑经营团队的质量以及品牌影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力，并不是为了说明他们本身如何，而是为了知道“巴菲特数列”如何。可以说，如果有了竞争优势，那么巴菲特数列中的 B 就各自称为确切的东西了；如果具有其他对手不可能模仿的品牌影响力，B 的数量就不会在 10 上终结，而是变成 20 或 30；还有，如果预测企业有着像 GEICO 那样有着确切的成长力，B 就会每年都变大，观察这个数列，的确是非常有吸引力的。

◆汇总所有的“巴菲特数列”

将对投资所有的考察都汇总的巴菲特数列里。

在第 2 部里出现的芒格说过，“股票投资是‘质’与‘价’的游戏”，但如果用“巴菲特公式”去解释他的本意，那么“质”就是巴菲特公式的左边，即“巴菲特数列”的质比较高，也就是预想中的收益毫不掺假地确实，巴菲特的要求是 B 确实是 B；“价”就是确定“巴菲特公式”不是■ < ●而是■ > ●。如果有哪一边不成立，就绝不拉开钱包的拉锁。

更进一步，如果

$$B + B + B + B + B + B + \cdots = \blacksquare > \bullet$$

那么这个投资就是一条大鱼，即巴菲特所谓把“全部财产”都投进去也没问题。

从某种意义上讲，价值评价公式是技术性问题，现在理解了巴菲特式的解释，读者就可以悉数掌握巴菲特式的简单投资。“‘质’与‘价’的游戏”中“‘价’的游戏”只是大小的区别，不论是谁都能理解。

问题是“‘质’的游戏”，在股票投资中，要用“巴菲特数列”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

探求出来。这是巴菲特成功的秘密，是“巴菲特密码”，是世上唯一的密码。

探求“巴菲特数列”！

然后买进比数列便宜的股票就万事大吉了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尾　声

寻找自己的“巴菲特密码”

“巴菲特密码”的运用是个非常个性化的东西。也就是说，纵然对巴菲特而言，某些品种是依据“巴菲特密码”进行买进卖出判断的，可是对他人而言，据此进行判断就可能不是那么回事，或者结果还恰好相反，尽管有人找到了“巴菲特密码”，可是能做的却和巴菲特相差十万八千里。

仔细观察巴菲特从过去到现在的投资组合，可以发现其中不但有理论性的结论，而且还包括很多个人经验和嗜好。例如，对报纸和传媒的投资就是他未能实现的记者理想的反映，而对喜斯糖果和可口可乐的投资则反映出他儿时的记忆，可以说，这些完全是出于他个人的嗜好。

巴菲特对于一些“能够了解”的企业，如果可以将其作为自己理论的根据，就改口说它“清晰地体现了‘巴菲特密码’”。“巴菲特密码”是超越情感的理论思考的结果，可是我们不得不承认，投资者也是普通人，在最后关头进行不被情感所左右的投资实在是很难实行。

另外，巴菲特还多次强调，经营团队的优秀诚实也是投资的条件，有时把这种“亲和（amiable）”的条件也附加上去。也就是说，他愿意投资一些由和蔼友善、平易近人的“好人”所经营的企业。

我认为，他这种对“好人”的投资，绝不是出于单纯的情感方面的考虑，而是巴菲特在常年的商业活动中所得到的经验使然。换句话说，要避免那些反复出现的商业纠纷（请回想巴菲特说过的话，“不要试图杀死龙，躲开它就可以了”），最好的办法就是在一开始就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不和那些容易出现纠纷的人打交道。我想这是巴菲特从少年时代就总结出来的商业经验。

想想看，如果自己的周围都是正直不阿、诚实可信的人，的确可以更好地避免不必要的纠纷和金钱上的损耗。并且巴菲特所谓的“好人”用英语来表述就是“正派可靠的人（nice guy）”。在第 2 部我们已经讲过，对于巴菲特而言，股票投资和管理企业一样，投资也要投资到“好人”所管理着的公司去。

如此说来，“巴菲特密码”似乎还应该再加上一条，“与成功的人合作，给爱好的事业投资”。因为每个人的经验和爱好都各不相同，根据“巴菲特密码”，广大投资者也不会全都选择和巴菲特一样的投资品种，而是靠自己去发现投资目标，去“寻找自己的‘巴菲特品种’”。在充分考虑“巴菲特密码”的基础上，人们应该可以投资自己所喜爱的品种。

话虽如此，可是也不能不指出还是存在例外。比如，不饮酒的巴菲特在 1991 年买入了生产威士忌和啤酒的吉尼斯公司的股票，这可以说是“给爱好的事业投资”的例外。尽管明知是自己不利用的东西，也是根本不关注的东西，他却还是买入了。

回忆一下，在巴菲特投资的最初阶段，最大、最成功、最喜爱的对 GEICO（政府雇员保险公司）的投资，并不是巴菲特出于个人原因喜爱他们的产品，而是根据喜爱的理论进行投资。并且，在“给爱好的事业投资”的过程中，也存在“无论如何，理论上赚钱的优秀企业会成为令人喜爱的企业，故而投资”的情况，所以对这个问题还是要从广义方面给予解释。

还有，巴菲特风格的投资是投资的王道，可是人们没有必要总沿着王道前行。王道旁边时而会出现小路。比如套利也可以，当日进出也不坏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上，巴菲特除了“投资的王道”外，还进行大量其他的投资或投机。在成功并购时买入卖出来套利，或者投资于“总是伴随着不确定性”的垃圾债券。这两种投资最后都可以归结到概率问题上，负债率良好就投资，负债率恶化就不投资，有时会赚钱，有时会亏损。在充分认识这种不确定性的基础上，巴菲特对这些投资乐在其中。

“董事长（指巴菲特）偶尔给我们消毒是必要的”，芒格·查理对巴菲特这种“玩耍”采取放任态度。当股价整体处于高位，巴菲特难以发现可供买入的品种时，往往沉迷于桥牌。这时芒格就会想，相比于桥牌，巴菲特最好还是进行买入卖出的套利，或者买进白发产业的期货，或者投资于巴西货币。

总之，巴菲特一直怀着“趣味”精神来投资。“我们在170美元的价位上卖掉了中国石油，结果它竟然飞涨到240美元，这真有趣”，或者“我们错过了买入麦当劳的时机，失败了一回，真有趣”，诸如此类的话在一般人听起来简直不可理解，可是这正好证明了巴菲特无论盈亏都是由衷地喜欢投资这种行为本身。正所谓“没有乐趣就无所谓人生”，在巴菲特看来，“没有乐趣就无所谓投资”。

当然，我们之所以说投资充满乐趣是因为能够赚钱，如果不能成功就谈不上什么乐趣，这和高尔夫球技拙劣的人肯定不喜欢这项运动是同一个道理。99%的投资以成功告终，让投资充满乐趣的原则才是“巴菲特密码”。可是，在恪守这个原则之后，应该购买自己喜欢的、适合于自己的品种，决不要仅仅“因为巴菲特买了这个”而对具体品种加以简单仿效。

然而，不管从结果上看，还是从兴趣上看，投资都很难成为一件愉快的事。世间每个人都各不相同，而投资的确是非常个性化的东西。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后　记

我通过本书向诸位读者，也就是每天都为投资所苦恼的投资者(也包括我本人)，要表达的东西是，

■ > ●

这是不能用“=”连接的不等式，或者也可以用本书“巴菲特数列”中的大写的 B 表达，就是，

B > ●

这是“‘巴菲特密码’中的‘巴菲特密码’”，就在这个简单明了的公式中，该隐藏着多少真理和酸甜苦辣呢！

把巴菲特称为“世界第一的投资家”，恐怕不会有任何异议。尽管如此，可是世界上还存在着业绩比巴菲特还要优秀的券商、投机者和投资人。也有人在努力寻找除巴菲特以外的 3 倍或 10 倍成长的股票，也有人努力正确理解价值公式，将它正确利用到实际的投资活动中去。

然而，说得极端一些，不冒风险的却只有巴菲特。他对自己出生前就已经存在的价值公式进行了“巴菲特风格”的解释，并付诸实践，巴菲特是做到这一点的绝无仅有的第一人。

归根结底，巴菲特所展开的论述对前景、成长性、品牌等并不注重，而是关于“确切性的探讨”。而前景、成长性、品牌和特许经营权等都不过是实现确切性甚至是比确切性还要确切的一个要素而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一点值得反复强调。有句老话，“不入虎穴，焉得虎子”，投资当然会有风险，欧美也有“低风险低回报，高风险高回报”的说法，不管是低还是高，投资总是有风险相伴，这是任何人都必须面对的事实，不言而喻，“投资可能成功，也可能全盘皆输，是危险的游戏”。

就在这充满危险的投资界，巴菲特站在顶点，他该是多么善于管理风险，善于分散风险啊，但是，最理想的分散风险当然是“远离风险”，可以说，巴菲特就是坚定不移地推行了这一信条。

他只对确切的目标进行投资。任何人都可能沾染风险，可是他超然独立，与风险无缘。说它是巴菲特的本质决非夸张之辞。

在世间纷繁复杂的风险管理中，只有巴菲特远离着风险，悠然自得地进行着“投资”。有人说巴菲特的投资（除垃圾债券）是“无风险高回报的投资”。

2000 年有芯片泡沫，现在有不动产泡沫引起的经济萧条和股价低迷，很多人认为巴菲特式的投资不适用了。2000 年也曾有人责问巴菲特没去投资高科技，现在在股市整体低迷的情况下，还有人讥讽巴菲特的投资品种也没有上涨。

认为巴菲特丧失了好几次机会收益的人漏掉了很重要的一点，那就是巴菲特回避了所有重大的失败。他 100% 地回避了芯片泡沫，这一次又漂亮地躲开了问题金融机构。

AIG（American International Group，Inc）在日本也有业务，这是美国最大的保险公司，引起次贷危机的主要企业之一，目前正在美国政府的救济下苟延残喘。而早在 2003 年，巴菲特和芒格·查理就指出了该公司存在金融衍生债券问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资没有王道。投资成功的办法不止一个，而是有各种各样的办法。赚钱的成功之路有千条万条。然而，在这里我敢说，“投资有王道，而且只有一条，那就是巴菲特式的简单投资。”技术流投资和二选一投资这些方法本身就是自相矛盾的。探讨投资的“巴菲特数列”B > ●只表示了实际的“投资”。

“王道”就在眼前，问题是谁都没有发现，巴菲特除外。当然，正如近来他在2008年度《致股东的信》中所承认的那样，巴菲特也有了失败。公元前5世纪，波斯王大流士一世建造的王道本来就不是一条笔直的大道，巴菲特所走的路也绝不会很平坦。

不过，正如巴菲特所说，“成功是失败的补偿”，在“99胜1败”的投资家巴菲特看来，失败就像是在“王道”上时而遇见的水洼，它们为道路增添色彩，却决不会阻挡他前进的脚步。在万一，不，在百万分之一的情况下，纵然巴菲特失败，可是表述投资“王道”的巴菲特式简单投资的“巴菲特密码”却永远也不会因此失色。

综上所述，虽说巴菲特作为投资家本来就应该成为世界首富，但我还是为他能够真的成为世界首富而感到庆幸。想想看，如果那个擅长贷款的唐纳德·特朗普[1]，虽然幽默有趣，但年逾花甲，喜欢豪华游艇，还频频出镜，如果这样的人是世界首富的话会如何呢？

当然，巴菲特也拥有私人飞机，也有好几栋别墅，享受着典型的美国富人的生活，和芒格·查理一样，巴菲特对积累财富的过程怀有浓厚兴趣，对金钱本身，或者说对金钱能否最终属于自己却并不关

[1] 唐纳德·特朗普，曾是美国最具知名度的房地产商之一，靠着炒作房地产、股市，拥有纽约、新泽西州、佛罗里达州等地黄金地段的房地产，并且创建“特朗普梭运航空”，也是新泽西州“将军”职业足球队老板，他还购买价值1亿美元的豪华游艇，还拥有私人飞机。特朗普善于作秀，谙熟自我宣传之道。由于太过招摇，特朗普一度被认为是美国最讨人嫌的富翁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注。从这一点看，巴菲特可谓“清贫的投资家”。不管是盈利还是亏损，搞投机投资的都是投资家，可是接下来如何花钱却因个人情况而大不相同。我个人很喜欢“清贫”这个词，认为巴菲特可以做所有投资家的榜样。

而且，一个对至今的经济、企业以及投资有着深刻理解，处于世界经济中心位置的人雄踞在内布拉斯加的奥马哈，对我们普通人而言可能是一件幸运的事。

在当今的金融危机中，巴菲特或明或暗地忠告以奥巴马为首的美国政治家，要积极在电视台演讲，本书也曾提到过，他在 2008 年 10 月的《纽约时报》上发表题为《买下美国，我来买!》的文章，勉励悲观低落的投资者们。这篇文章可以与本书序言介绍的他在 1951 年发表的文章相提并论。

称赞巴菲特并不是本书的目的，这一点请不要产生误解。不过为了本书的撰写，在详细研究巴菲特，探寻他成功秘密的过程中，我却不由得疑惑起来，是美国影响了巴菲特呢，还是巴菲特影响了美国?

因为有他，美国的企业和投资者得到了多么大的恩惠呢?企业公开信息，股东重视经营，企业与股东、投资者结成了命运共同体，建立了牢固的信任关系，形成了美国特有的企业文化。我认为巴菲特施加了非常深厚的影响。

上周的星期日（2009 年 5 月 3 日），伯克希尔·哈撒韦公司举行股东大会，3 万 5000 人到场，这样的企业全世界有第二家吗?他在世上存在本身难道不是一个奇迹?我认为，我们应该多多利用巴菲特为我们开辟出来的“王道”。

当然，本书内容全都是作者的个人观点，巴菲特本人并没有这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明确说过，我没有把别处他人的心得改头换面贴在这里，这也不是巴菲特本人所认可的观点。

“巴菲特远离风险”这一大胆论断是本书的独特观点，“巴菲特数列”也是本书的成果，这册书完全是“我的巴菲特论”，当然，其他人若有“巴菲特论”也成立。如果读者愿意直接阅读巴菲特的言论，请登录 http：//www.berkshirehathaway.com，在里面的 Warren Buffett's Letters to Berkshire Shareholders 项目下可以读到巴菲特《致股东的信》。

本书撰写于 2008 年春至 2009 年春，此间股市出现了罕见的暴跌。深刻理解巴菲特有助于我们摆脱这种动荡。本书揭示了一个毫不动摇的方针，想不到我自己的经验居然可以证明它。

巴菲特说，机会就在那里。本书所揭示的“巴菲特密码”也本来就在读者的头脑中，但愿大家都能在投资中得到乐趣，抓住机会，达到目的。

美国纽约

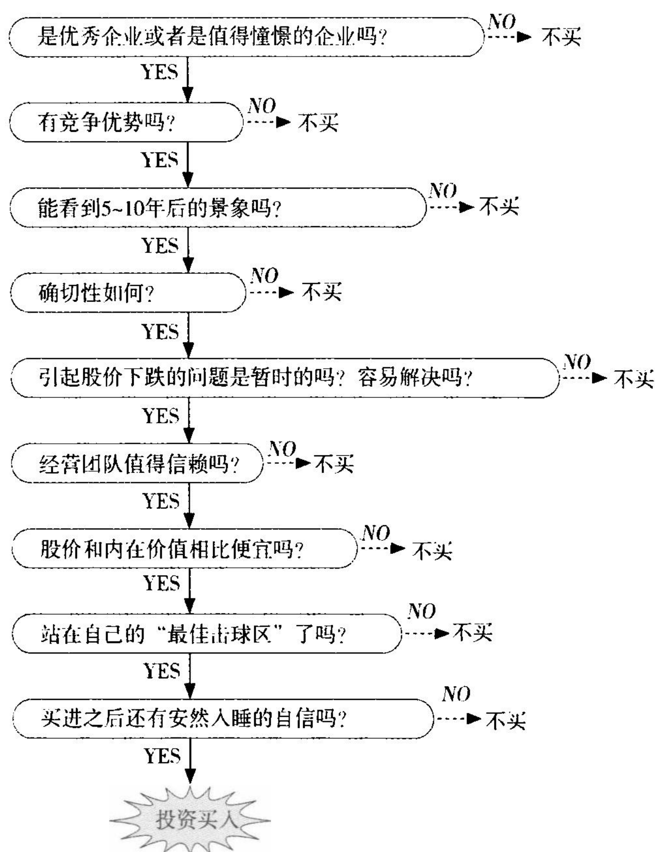
2009 年 5 月 10 日

荒井拓也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

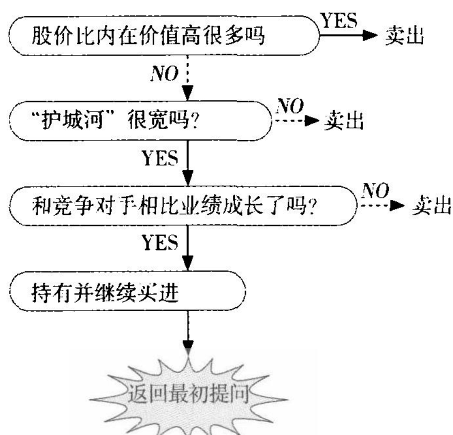
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录1 巴菲特式简单投资，新手路线图



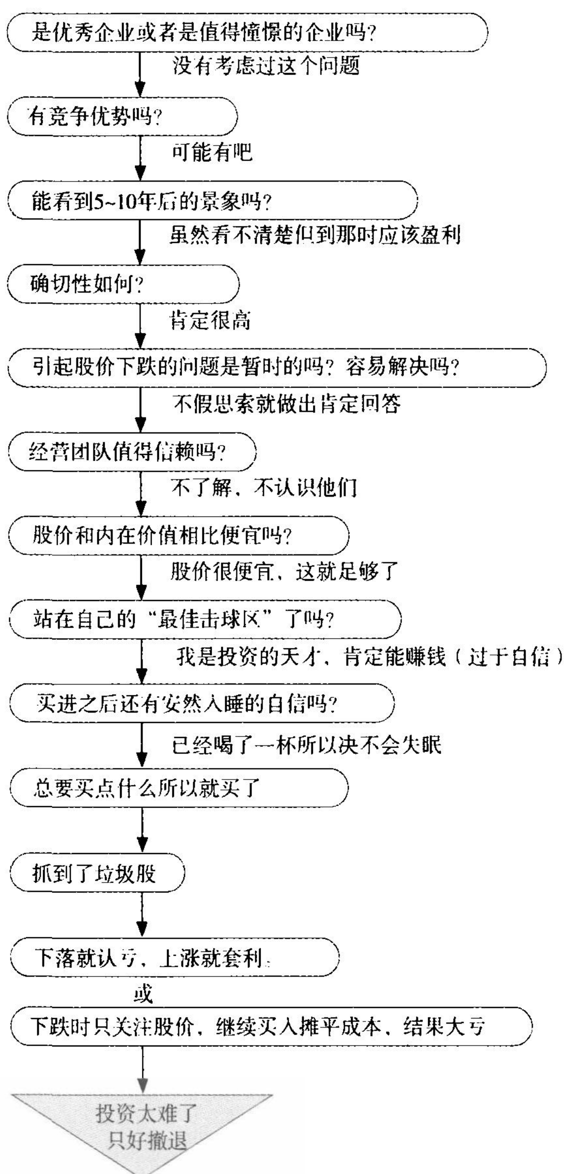
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 2 巴菲特式简单投资、投资组合管理路线图



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录3 外行投资的地狱路线图



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特密码

バフェット・コード

巴菲特・王道

——所谓王道，就是指用简单便利的手段达到目的。

巴菲特・守则

——所谓守则，就是依据有着内在联系的思想制定一种原则。

巴菲特・密码

——所谓密码，就是把字母、数字或符号蕴藏到正常的语言信息系统中去，以传达秘诀。

我们喜欢一定程度的疯狂。事实上，对于股票投资，大家都很喜欢这种被称为“风险”的东西。

——沃伦・巴菲特

上架建议：经济学/投资学

ISBN 978-7-122-11627-7



定价：29.80元